

( 2000年2月10日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2000 年 2 月 10 日 ( 9:00 ~ 12:37、 13:30 ~ 16:01 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	速水 優 ( 総 裁 )
	藤原作弥 ( 副 総 裁 )
	山口 泰 ( " )
	武富 将 ( 審議委員 )
	三木利夫 ( " )
	中原伸之 ( " )
	篠塚英子 ( " )
	植田和男 ( " )
	田谷禎三 ( " )

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省	大野功統	総括政務次官 ( 9:00 ~ 12:37 )
	原口恒和	大臣官房総務審議官 ( 13:30 ~ 16:01 )
経済企画庁	河出英治	調整局長 ( 9:00 ~ 16:01 )

( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
理事	松島正之
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画室参事	稲葉延雄
企画室企画第1課長	雨宮正佳
調査統計局	吉田知生

( 事務局 )

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	内田真一

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（12月17日）の議事要旨が全員一致で承認され、2月16日に公表することとされた。

### . 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

#### 1 . 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回の会合（1月17日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。この結果、オーバーナイト金利は、積み上幅<sup>2</sup>を概ね1兆円とする調節のもとで、0.02%で安定的に推移した。

前回決定会合以降の市場の動きとしては、次の4点が注目される。

第1に、「コンピューター2000年問題」の剥落に伴い、足許の資金余剰感が再び強まり、大手行が積み進捗を遅らせる動きや、準備預金制度非適用先の当座預金残高の増加などがみられている。

第2に、1月22日のG7共同声明を受けて、市場では、ゼロ金利政策の早期解除観測が後退し、ターム物金利や短期国債金利が低下している。短期国債金利でみると、概ね6月頃までフラットとなっており、少なくともこの頃まではゼロ金利が継続するとの市場の見方を示唆する形となっている。

第3に、こうした足許の資金余剰感の強まりやゼロ金利政策の早期解除観測の後退を受けて、金融機関の資金調達面の不安が大きく後退しており、このところ、日本銀行の資金供給オペの未達（札割れ）が発生している。大幅な資金不足が予想される3月初を控え、期末越え

---

<sup>1</sup> 「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。」

<sup>2</sup> 翌営業日から積み期間の最終日まで積み続ければ所要準備をちょうど満たすことになる金額に対して、当日為決時点（通常17時、準備預金制度上の計算時点）の準備預金額がいくら上回ると見込まれるかを示す金額であり、日本銀行が朝方の調節時点で予想したもの。

オペの実施など工夫に努めているところである。

第4に、2月29日のコンピューター誤作動懸念に関するいわゆる「229問題」については、同日越えの金利が、一部金融機関が資金調達を積極化したことから、若干強含みで推移している。もっとも、金利の上昇幅はわずかであり、市場はこの問題に大きな懸念を有しているわけではないように窺われる。

なお、これまでの決定会合における議論も踏まえ、金融市場調節に関するアカウンタビリティの一層の向上を図る観点から、「資金需給表」の公表方式等について見直しを実施することとした。具体的には、ゼロ金利政策のもとで、資金過不足額の予測と実績との大幅な乖離が生じていることなどに鑑み、資金需給表の形式を、準備預金をベースとするものから、日銀当座預金をベースとするものに改訂するとともに、積み上(下)幅見込み額の公表を取りやめ、当日の金融市場調節と当座預金残高の前日比増減額見込みを公表することとする。こうした措置は、積み上幅が金融政策のシグナルであるという誤解を解くうえでも意味があると考えている。本件は、2月14日に对外公表し、3月16日から実施する予定である。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

円の対ドル相場は、1月末から2月初にかけて円安方向に振れ、足許107円～109円台で推移している。この背景としては、米国経済が市場の予想以上に好調であること、わが国の昨年第4四半期の実質GDP成長率がマイナスとなるとの予想や財政事情の悪化に対する懸念等から、わが国経済の回復期待が後退したこと、FOMCの利上げ(2月2日)を受けて日米金利差に注目が集まったこと、などが指摘されている。この間、対内外証券投資は、1月も流入超となっており、今回の円安を招いたのは、本邦機関投資家の外債投資のヘッジはずしや先物市場での円ショート・ポジション造成といった相場観に基づく動きとみられる。こうした動きは、相場観が変われば容易に逆に動くものである点は留意する必要がある。

また、ユーロの対ドル相場も、1月下旬に急落し、既往最安値を更新した後、やや反発している。ユーロ安の背景として、市場では、米国経済の好調のほか、ユーロ発足時の過大評価の修正や、ユーロ

エリアにおける構造調整の遅れが嫌気されたことなどが挙げられている。

## (2) 海外金融経済情勢

海外経済情勢については、世界経済の同時回復という動きに変化は窺われない。米国では、昨年第4四半期の実質GDP成長率（事前推計値）が前期比年率+5.8%となるなど、力強い景気拡大が続いている。また、ユーロエリアの景気も、輸出の好調に加え、個人消費の堅調度合いが増していることから、拡大基調を辿っている。東アジアでも、輸出が好調を持続しているほか、既往の景気浮揚策の効果浸透などから、個人消費に加え、設備投資にも持ち直しの動きが広がりつつある。

米欧の利上げ後の金融市場の動向をみると、まず米国では、インフレ懸念の後退を好感して長期金利が低下し、株価も全般に堅調に推移している。また、欧州でも、長期金利はほぼ横這いとなる中、株価はドイツ・フランスなどで最高値を更新するなど上昇している。

## 3. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

景気の現状についてみると、公共投資と住宅投資はともに緩やかな減少に転じている。また、個人消費については、年末にかけて家計調査やチェーンストア等の統計は弱いものとなった。この点各種統計を突き合わせたうえで、企業からのヒアリング情報を加味して判断すると、消費は全般的にやや弱めであったものの、こうした統計が示唆するほどには落ち込んでいないとみられる。したがって、「回復感に乏しい状態」というこれまでの判断を変更する必要はないものと考えられる。

一方、設備投資は、先行指標が引き続きプラスの方向を示していることや、このところ、大手電機メーカーが相次いで来年度の電子デバイス関連投資の増額を発表していることなどを踏まえ、「下げ止まりつつある」と判断して良いと考えられる。また、純輸出は、足許輸入増から一時的に減少したが、基調としては引き続き増加方向にある。

こうした最終需要動向のもとで、生産は増加を続けており、企業収益の改善も明確化するなど、企業部門においては前向きな所得形成メカニズムが着実に作動している。ただ、多くの企業では、収益の改善

は、これまでのところ設備投資に対する積極姿勢を誘発するには至っていない。

このように、わが国の景気は、足許、持ち直しに転じている。こうしたもとの、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は徐々に改善しつつある。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは依然みられていない。

物価面をみると、国内卸売物価は、ほぼ横這いの推移が続いており、消費者物価指数も横這いとなっている。一方、企業向けサービス価格指数は小幅の下落を続けている。

先行きについては、公共事業は当面緩やかな減少が続くが、補正予算の執行によって春以降には持ち直すと見込まれる。また、純輸出も増勢を維持するとみられる。

設備投資は、企業収益の改善が続く中で、いずれは緩やかな増加に転じていく姿が一応想定できる。ただ、企業が売上げの増加に対して慎重な見方を変えていないことから、設備投資が明確な増加に転じるタイミングについては現時点ではなお見定め難い。この間、個人消費は、昨冬賞与が減少した際にも「ラチェット効果」（予想外の所得減少に対して消費性向が一時的に上昇する効果）は働かず、その反動を想定する必要はないことや、消費者マインドの改善も小幅なものにとどまっていることからみて、今後は、概ね所得に見合った形で推移する可能性が高いと考えられる。

こうした景気展開のもと、物価の先行きを展望すると、国内卸売物価については、年央近くまで概ね横這いで推移する可能性が高まっている。消費者物価は概ね横這い、企業向けサービス価格については小幅の下落が続くと予想される。全体としてみれば、物価は当面概ね横這いの範囲で推移するものと予想される。ただし、物価が再び軟化するリスクに引き続き留意しておく必要がある。

## （２）金融情勢

長期金利は、G7共同声明を受けてゼロ金利政策の早期解除観測が後退したことから、1月下旬にかけて1.6%台前半まで軟化した。その後、為替円安や株高の動きを受けて反発し、足許では1.8%台半ばで推移している。

また、日経平均株価は、堅調を続けており、足許1万9千円台後半となっている。年明け以降の株価上昇局面の特徴としては、これまで

相場をリードしてきた電気機器・通信で一服感がある一方で、その他の業種で上昇が目立つことである。ただし、その背景には、投資信託の大量設定などもあるとみられるところから、収益回復期待による株価上昇が他の業種に広がってきたと判断するのはやや早計である。

この間、民間の資金需要は引き続き低迷しており、民間銀行貸出は弱含みで推移している。社債やCPの発行も低調な動きとなっている。また、民間資金需要の低迷を反映して、マネーサプライ(M2+C D)も、伸び率の鈍化が続いている。こうした状況は、今回の景気持ち直しが、企業部門の建て直しを中心に進んでいることのひとつの表われと考えることができる。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### (1) 景気の現状

景気の現状については、多くの委員の認識は、「景気は、足許、持ち直しに転じている。こうしたもとで、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、徐々に改善しつつある。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない」という評価に集約された。

まず、公共投資について、何人かの委員が、緩やかに減少しており、端境期ないしは小休止の段階にあるとの評価を示した。また、ある委員は、住宅投資は、減税効果の一巡もあって減少していると述べた。

輸出については、何人かの委員が、10～12月の統計ではやや弱い動きとなっているが、「コンピューター2000年問題」を控えた電子部品の国内在庫積み増しの影響などによる一時的な現象という面があること、世界経済の回復傾向が続いていること、などを指摘し、基調としては増勢を維持している、との判断を示した。

また、多くの委員が、生産は年明け後も増勢を維持しているとの認識を示した。もっとも、ひとりの委員は、生産の増加は、情報関連・輸出関連など一部の業種を中心としたものであり、これまでの景気回復局面に比べると品目の広がりも乏しいと述べた。また、別の委員は、生産を支えているのは、これまでのところ、公共投資や輸出といった外生需要であり、国内民間需要は全体として力強さに欠けると指摘し

た。

設備投資については、先行指標などから判断して、下げ止まりつつあるが、明確に反転・上昇が始まったとはいえないとの認識が概ね共有された。この間、多くの委員が、大手電機メーカーの半導体関連投資の増額計画発表など、限界的ではあるが、明るい動きも出てきていると指摘した。このうちひとりの委員は、情報・通信関係の需要は、インターネットへ接続する機器が、第1フェーズのパソコンのほか、第2フェーズでは携帯電話が加わり、さらには情報家電、デジタルテレビなどに広がる可能性が生まれていく過程で生じており、半導体や半導体製造装置メーカーも一過性のものではないとみて、昨年夏場あたりから前向きの姿勢に転じ始めていると付け加えた。また、別の委員は、首都圏でいくつかの大型再開発案件が着工に入りつつあり、その下支え効果も期待できると述べた。

個人消費に関しては、多くの委員が、小売関連の指標は弱めであり、特に冬季賞与の減少の影響で勤労者世帯の消費が弱いと述べた。複数の委員は、家計は、所得環境が厳しい中で、安値指向、生活防衛型の消費行動を強めていると述べた。ただ、このうちひとりの委員は、その背景には、消費の飽和感などの構造変化が起こっていることもあり、消費はいわば「好況でも不況でもない普通の状態」と判断した方が良いのではないかとコメントした。また、何人かの委員が、衣料品販売などの分野における旧来のチェーンストアから新興量販店へのシフト、家計調査のサンプルバイアスなどを指摘し、各種統計が消費動向を捉えきれていない可能性があるとして述べた。さらに、別の委員は、消費財の輸入が増加するなど明るい兆候もみられると指摘した。こうした点も踏まえ、大方の委員の認識は、個人消費は、各種統計指標が示すほど弱くはないものの、引き続き回復感に乏しい状況が続いているとの評価に集約された。

一方、景気をやや慎重にみる委員からは、昨年12月の家計調査の消費水準指数（季節調整済）は、90年代最低にまで落ち込んでおり、消費について深刻な状況を示す指標もみられるとの指摘があった。

物価動向については、横這い圏内にある、との認識がほぼ共有された。ある委員は、卸売物価指数は、前年比でマイナスを続けているが、これは、技術進歩により長期的に下落トレンドにある機械類の価格低下によるものであり、景気循環とは独立した傾向であると指摘した。ただし、別の委員は、消費者物価指数が、上方バイアスがあるにも

かわらず、なお前年比でマイナスとなっていることや、GDPデフレーターが前年比マイナスで推移していることなども考慮すると、物価が全般に下げ止まったと判断するのは、少し早いのではないかとコメントした。

この間、何人かの委員が、各種の統計指標から判断して、昨年第4四半期の実質GDP成長率（前期比）は、第3四半期に続いて2期連続のマイナスとなる可能性があるが、仮にそうなった場合、「持ち直しに転じている」という景気の現状評価との整合性をどう考えるかという問題を提起した。

この点、委員の質問に答える形で、執行部からは次のような説明がなされた。

第1に、今回想定される景気回復のシナリオは、公共投資・輸出といった外生需要と企業リストラが支える形で、企業収益が好転し、これが企業の支出行動につながって設備投資中心に民需の回復が始まり、さらに雇用・所得環境の改善から個人消費に波及していく、というものである。この過程において、GDPの大きな部分を占める個人消費が弱めに出やすいことは、ある程度予想の範囲内である。もちろん、行き過ぎた個人消費の減退は、生産の減少を通じて、こうしたシナリオを崩してしまう危険があるが、今のところそうした動きはみられていない。

第2に、統計には限界があり、この点についての理解を得ていくことも必要である。過去の景気回復局面でも、実質GDP成長率が2期連続マイナスとなったことはある。

これに対して、多くの委員が同様の認識を示した。ある委員は、生産の回復傾向、卸売物価の安定、円安傾向などを踏まえれば、収益の改善を通じた企業部門の立ち直りは続いていると考えられ、景気回復のシナリオは崩れていないとの認識を示した。また、別の委員は、昨年後半のGDPの落ち込みは、公共投資の落ち込みによる部分が大きいと指摘したが、この点は、今年前半か来年度前半にはプラスに転じると考えられること、個人消費の弱さもリストラによる所得の落ち込みを反映したもので、消費性向は下がっていないことなどを指摘し、マイナス成長が続くとは考えにくいと述べた。

また、何人かの委員が、統計面の限界に言及した。複数の委員は、家計調査が消費を過小評価している可能性を指摘し、GDP統計をみ



るうえでもこの点に留意する必要があると述べた。また、別の委員は、昨年前半の経験からみても、GDP統計はかなり均してみるべきだとコメントした。この間ひとりの委員は、昨年後半、生産面の統計が改善した一方で、GDP統計が弱めであったとみられることについて分析し、昨年後半は輸出が増加したが、輸出は公共投資に比べて生産誘発効果が大きいことや、昨年前半に発注された公共投資の生産面への波及効果が後半にもずれ込んだとみられること、といった要因が考えられると指摘した。ただ、この委員は、両者のギャップは、これらの要因だけでは説明しきれないので、さらに検討していく必要があると付け加えた。

さらに、多くの委員が、GDP統計と景気実感との乖離にも言及した。ひとりの委員は、現在は、政策関連需要が小休止し、民間経済活動に生まれ始めている良い流れはまだ明確にはマクロの需要統計に表れてきていないので、マクロの統計とミクロの実感にずれ違いが起こりやすい局面にあると述べた。こうしたことも踏まえて、複数の委員が、ミクロ情報や業界統計などをも含めた景気判断が重要であるとコメントした。ある委員は、そうしたレベルでの明るい動きとして、道路交通量や物流業界の統計などから判断して、昨年秋口以降荷動きが活発となっていること、広告費が金額ベースでも増加し始めていること、経営コンサルティング会社に対する相談案件が、後ろ向きのリストラから前向きな事業展開に関するものになってきていること、などを紹介した。

これに対して、景気の現状について他の委員より慎重な見方をしていいる委員は、昨年第4四半期のGDPが、市場予想のとおり1.2%程度のマイナスになるとすると、98年第4四半期とほぼ同じレベルまで下がってしまうこととなり、統計面の問題を割り引いたとしても、景気は出発点に戻ってしまうとの評価を示した。

## (2) 金融面の動き

金融面では、株式市場の堅調、長期金利の低位安定、為替相場の円安方向での小康など、全体として、景気改善を支える良好な環境が維持されているとの認識が共有された。

まず、多くの委員が、為替相場が景気にマイナスに作用するリスクは一頃に比べれば後退しているとの評価を示した。また、複数の委員が、その背景にある米国経済の不透明感の後退も、世界経済にとって

プラスの材料であると指摘した。

株価が2万円前後まで回復していることについては、複数の委員が、最近の経済改善の動きを反映しているとの評価を示した。ある委員は、これまでは、企業が、株価や格付けに対する配慮から多少無理をしてもリストラ計画を発表してきた面があるが、このところ、地に足のついた計画が出始めており、投資家も収益改善の実現可能性が高まっているとみているということではないかと指摘した。これに対して、ひとりの委員は、株価は、銘柄全体の嵩上げができていないことや、

チャート分析の結果からみて、今以上には上昇しない可能性が高いと述べた。また、同時に、店頭市場などにはバブル的な動きもみられるのではないかとコメントした。なお、この委員は、米国の株価動向にも触れ、米国株価がFOMCの利上げ後過去のピークを更新していないことについて、今回の利上げ局面で4回目にして利上げが効き始めたと解釈していると発言した。

また、長期金利が低位安定している背景について、複数の委員が、株価がミクロの企業動向を反映しているのに対して、債券市場はマクロ指標中心に動いている面もあるとコメントし、また、別の委員は、実物投資の面からの民間資金需要が乏しい中であって、金融機関の国債購入が積極化していることを指摘した。これに関連してある委員は、

長期金利が上昇に転じた場合には、多大な評価損の発生を通じた金融システム不安の再燃に留意する必要があること、金融政策判断の重要な材料のひとつとして「悪い長期金利の上昇」の問題について依然として注意しておくべきであることを述べた。この間、ひとりの委員は、為替市場において、わが国の財政悪化懸念をひとつの材料として円安が進行したことに関連して、仮に、長期債市場において、将来の財政運営に対する懸念を背景にリスクプレミアムが生じることになれば、金融政策面では対応することは困難であり、憂慮されると述べた。

マネーサプライや貸出などの量的金融指標が弱めの動きとなっていることに関しても、何人かの委員が発言した。ある委員は、こうした指標の弱さは、資金繰り懸念の後退に伴い貨幣の予備的需要が減少していることも加味して、割り引いてみる必要があると指摘した。この委員は、こうした認識に基づき、マネーサプライのよりの確な評価のため、金融システム不安に伴う予備的な需要の振れを調整したマネーサプライ指標を推計することができないかと問題提起した。また、別の委員も、こうした低迷の背景について整理し、各種のアンケート

調査などからみて企業金融面の緩和は浸透している、にもかかわらず、こうした現象が起こっているのは、企業が、資金繰り懸念の後退やキャッシュフローの増加といった好条件の中で、一段と過剰債務の圧縮を進めていることが大きいものとみられる、また、多くの企業は、設備投資をキャッシュフローを下回る水準にまで減らしてきているため、今後設備投資が多少増加する程度では借入れには結びつかない可能性がある、したがって、今後も貸出やマネーの伸び悩みが続くかもしれないが、こうした動きは、景気の改善や設備投資の下げ止まりの動きと整合的でないとはいえない、と述べた。もっとも、この委員を含めた複数の委員が、GDPやマネーなどで弱い指標が出ると、海外勢を中心に、市場の日本経済への見方が弱体化する可能性があり、対外的には、十分注意深い説明が必要であろうと指摘した。

### (3) 景気の先行き

景気の先行きに関し、多くの委員は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」にはなお至っていないとの見解を、概ね共有した。

まず輸出に関し、何人かの委員が、10～12月期は一時的に伸び悩んだが、世界経済の回復傾向は続いているので、今後は増加傾向に戻るとの見通しを示した。ある委員は、かねてからリスクファクターとして指摘されている米国経済の動向について、景気のスローダウン、株式市場におけるリスクプレミアムの急激な上昇といった兆候はみられず、暫く高成長が続くのではないかとの見通しを述べた。公共投資については、何人かの委員が、当面緩やかな減少が続くが、補正予算の執行により、春以降は持ち直すとの見通しを述べた。また、住宅投資について、ある委員は、住宅減税の期限延長を眺めた一時的な持ち直しはあったとしても、基調としては緩やかに減少していく可能性が高いと述べた。

設備投資の先行きについては、多くの委員が、企業収益の改善がいずれは設備投資の増加につながっていくとみられるが、そのタイミングや規模は、なお見極めにくいとの見方を示した。まず、何人かの委員は、電気機器等の分野での積極的な動きなどに注目して、IT (Information Technology) に関連する分野を中心に設備投資の増加が期待できると述べた。このうちひとりの委員は、長期債務残高の対キャッシュフロー比率をみると、過剰債務の調整には業種間などで

大きな格差がある、したがって、財務面の負担が比較的軽く、また技術革新のテンポが速い業種や企業が主導する形で、設備投資が増加に転じると思われるし、実際そのような動きが出てきている、とコメントした。一方、別の複数の委員は、そうした成長分野のウエイトはなお小さくなく、他の分野での削減も予想されることから、マクロ的な広がりを持った回復を展望できるかどうかは、現時点では判断できないとの見方を示した。こうした議論を経て、今後発表される各種アンケート調査などから、もう少しはっきりとした来年度の設備投資計画を確認していく必要があるという点で、委員の認識は概ね一致した。

この間、設備投資の先行きに慎重な見方を示すひとりの委員は、設備投資の対名目GDP比でみると、高度成長期には14～15%が下限であったが、旧来型産業の構造的な問題等を考えると、今後は、そうした水準が上限になるのではないかとの見方を示した。

個人消費の先行きについては、多くの委員が、リストラが続く中で、当面回復感に乏しい状況が続くとの見方を示した。ある委員は、株価の上昇によるマインド面への好影響は何かは期待できると述べた。しかしながら、この委員を含めて何人かの委員が、個人消費の本格的な回復には雇用・所得環境の改善が重要との認識に立って、今後の雇用・賃金情勢に注目していく必要があると述べた。このうちひとりの委員は、リストラに取り組んでいる企業が、収益が改善する中で、賃金についてどのような態度を示すのか見極めていきたいとコメントした。

物価の先行きについて、ある委員は、世界経済の回復などを背景に、原油を含めた国際商品市況の上昇傾向が一段とはっきりしてきていることや、為替相場の円安化など、物価を巡る外部環境も変化しつつあり、「デフレ懸念」を巡る判断は、春先にかけて大事なポイントになると指摘した。また、別の委員は、原油価格の動向について、OECD加盟国の在庫が減少していることなどから、3月下旬のOPEC総会で減産の継続が決定されれば、原油価格の一段上昇が予想されると指摘した。なお、この委員は、この点に関連して、米国のガソリン価格は、在庫水準が低いこと、精製能力の拡大が環境問題等で困難になっていることなどから、夏場にかけて1ガロン2ドル程度まで上昇する恐れがあるとの見方を示した。

一方、流通構造の変化などに伴ういわゆる「価格破壊」や技術革新による価格下落がみられる中で、物価動向についてどのように判断す

べきかについても議論された。ある委員は、IT投資が伸び、生産性が向上するような局面が広範化すれば、良い意味のサプライ・ショックが続いていく可能性もあると指摘した。また、別の委員も、企業が、リストラの過程で、国際競争力コストに見合ったコストダウンを行うために、原材料調達費の一段の引き下げを要請していく動きが広がる結果、卸売物価が下落する可能性がある」とコメントした。さらに、複数の委員が、わが国の流通業界にはなお合理化の余地があり、衣料品量販店などの新興勢力の参入やこうした勢力を含めた競争の激化により、消費者物価が下落することは、悪い物価下落とはいえないと述べた。この点に関連してある委員は、今回の景気回復のシナリオとの関係でも、消費者の利便性を高める企業努力などを通じて、消費者物価がゼロ%をやや下回る水準で推移していくことは、消費数量を若干なりとも増加させ、生産など企業部門の前向きな動きを後押しする面もあるとコメントした。こうした点を踏まえ、多くの委員が、構造調整を伴う景気回復過程では、統計上の物価の下落と景気回復が両立する可能性もあり、さらに検討を深めていく必要があるとの認識を示した。

ある委員は、以上のような点を整理して、物価の先行きについては、円安や商品市況など海外からの押し上げ要因がある一方、価格破壊などに伴う下落要因があるが、民需についての不確実性が非常に大きい状況では需給面からのデフレ圧力は払拭できていない、と述べた。こうした議論を経て、大方の委員は、物価は、当面概ね横這いで推移していくものとみられるが、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きがみられていないため、物価に対する潜在的な低下圧力に対しては引き続き留意する必要がある、という認識を共有した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、足許の景気は持ち直しに転じている、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、徐々に改善しつつある、金融環境も緩和感が浸透している、しかしながら、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない、物価は、当面概ね横這いで推移していくとみられ

るが、潜在的な低下圧力には引き続き留意していく必要がある、といったものであった。

こうした認識を踏まえ、多くの委員は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」にはなお至っていない、との判断を共有した。この結果、当面の金融政策運営方針としては、現在のゼロ金利政策を続けていくことが適当であるとの見解が、大勢意見となった。

ある委員は、ゼロ金利政策を始めて1年になるが、その間物価の下落幅は小さくなっており、デフレ期待も大幅に緩和されているので、同じゼロ金利政策といっても、経済に対する刺激効果は現在の方が強まっている可能性がある」と指摘した。しかし、この委員を含めて多くの委員は、民需について、明るい材料が出始めているとはいえ、まだ不確実性が残っており、その自律的回復に向けた動きをもう少し時間をかけて見極めていくべきタイミングであるとの見解を示した。

この間、ひとりの委員が、いわゆる「積み上幅」について、結果として1兆円とするということを長く続けてきたが、もともとゼロ金利を実現するために必要な額を供給するという以上の意味はないのであるから、オペ未達や準備預金非適用先の当座預金増加などを踏まえれば、下に振らしてみることにも検討して良いのではないかと、という問題提起を行った。ただ、これに対しては、複数の委員から、市場の一部になお「積み上幅」に政策的な意味合いがあるという誤解がある状況のもとでは、金利形成に何がしかの影響が出ないとも限らない、「積み上幅」の公表を取り止めるのと同時にそうしたことをすると、見直しの趣旨が誤解されるのではないかと、といった慎重な意見が出された。こうした議論を経て、問題提起を行った委員も、市場の一部が「積み上幅」を政策シグナルとみている限り、タイミングとしてまだ早いとの判断に至り、そうした問題意識も踏まえて、執行部において日々の金融調節を実施して欲しいと述べた。

なお、ひとりの委員は、日本銀行の資金需給に関する公表内容が丁寧すぎるのが、市場関係者に一種のモラルハザードを起している面があるとコメントした。

さらに、インフレ・ターゲティングについても、議論が行われた。

まず、複数の委員が、これまで当委員会でも議論してきたが、多くの委員のコンセンサスは、インフレ・ターゲティングに名を借りた「調整インフレ論」には反対であり、そうした政策を採るつもりはな

い、物価安定に向けて強い決意を示し、金融政策運営の透明性を高めるために行うということであれば、技術的な困難はあるが、考え方については検討に値する、ということではないか、と述べ、他の委員も賛意を示した。

そのうえで、多くの委員の意見は、後者の意味のインフレ・ターゲティングについては、これまでの政策委員会での議論を通じて様々な論点が明らかにされているので、そうした論点をもう少し掘り下げて検討してみることが必要である、検討に当たっては、ターゲット・ポリシーの可否という問題に限定せず、物価の安定とは何か、物価や経済に関する見通しを公表できるかといった点を含め、幅広く「透明性の向上」のための工夫について検討していくことが重要である、という2点に集約された。

この間、ある委員は、インフレによる債務負担軽減への期待が根強い中、いずれインフレ・ターゲティングが調整インフレへの足がかりになる可能性があること、物価指標にバイアスが存在し、構造改革が進行する中でそのバイアス自体も変化していることなどを考えると、インフレ・ターゲティングの採用にはやや慎重な立場を採りたい、と主張した。この委員は、むしろ、経済見通しの公表によって透明性を高め、市場との建設的な対話を行っていくことが良いように思うが、その場合、1つの指標に過度に注目が集まらないように複数の見通しを公表するといったことも検討すべきである、とコメントした。これに対して、別の委員は、見通しを公表するといっても、経済予測に伴う不確実性についてどう考えるか、公表するにしてもどのような指標を公表するのか、など様々な問題があり、具体的なたたき台をもとに議論した方が建設的ではないか、と指摘した。

また、ある委員は、ゼロ金利政策解除の条件である「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」という表現について、総合判断というだけでなく、アカウンタビリティの観点から、何らかの数値化が可能か、数値化できないにしても判断基準をより具体的に示すなど定性的な表現方法について考えられないか、といった点を検討すべきではないかと述べた。この委員は、そうした点を踏まえ、広い意味を含むこのフレーズの中で物価に力点を置くというスタンスを明確にすること、そして物価の裏にある実体経済に視点を据えて、それを構成する各項目の動きについての考え方の理解を求めること、が第1歩ではないか、と付け加えた。

これに対して、別の委員は、数値化の問題について、金融政策が波及するまでのラグを考えれば、足許の経済変数と解除の条件が直結するわけではなく、どうしても「総合判断」的な部分が残ると指摘し、この点を対外的にきちんと説明していかないとかえって誤解を受けるおそれもあるとコメントした。また、もうひとりの委員も、将来の経済についての不確実性がある以上、ゼロ金利政策の解除に限らず、政策変更の条件を、「物価上昇率あるいは成長率が何%になったら」といった形で、あらかじめ具体的な数値で示すことは不可能であり、市場がそうしたものを期待しているとしても、それにストレートに応えていくことはできないと述べた。そのうえで、この委員は、検討に当たっては、やはり金融政策の透明性向上という点に主眼を置くべきであると主張した。

また、別の複数の委員も、こうした議論は、どうしても、ターゲットングを採用するかしないか、とか、ゼロ金利政策の解除の条件は何か、といった点に注目が集まりがちであるが、透明性の向上という観点から、幅広く「物価の安定」の内容について、検討を行うことが肝要であると述べた。

こうした議論を受けて議長から、「金融政策の一段の透明性の向上」ということを課題に、日本銀行としてさらに検討を深めることとしてはどうか、との提案があり、委員の賛同を得た。また、具体的な取り進め方については、議長が検討することとなった。

この間、「ゼロ金利政策の継続」とは立場を異にする、2つの主張もみられた。

まず、ひとりの委員は、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を決定した昨年2月12日以前の状態に戻すことすなわち、オーバーナイト金利を0.25%に引き上げること を主張した。

その理由として、この委員は、経済が、デフレ・スパイラル瀬戸際といった状況に戻るリスクは既になくなってきている中、ゼロ金利政策の副作用は時間の経過とともに高まってきていると述べた。また、この委員は、最近の国内出張でも、地方の経済界からは、「これからは民間の経営努力こそが必要な局面である」、「カンフル剤も長く射ち過ぎると企業の経営体質がかえって弱まる」といった声が聞かれたと紹介した。さらに、提案の位置付けについて、ゼロ金利という極めて異常な状況から脱却し、政策運営に機動性を持たせることが狙いであり、引き締め策の第1歩ということではないと述べた。そのうえで、



そうした点をきちんと説明し、市場にショックを与えないようにすることが重要であると付け加えた。

別のひとりの委員は、CPI上昇率に目標値を設けた上で、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、また、その実現のために超過準備額を増やすことを主張した。

その理由として、この委員は、経済回復の量感が鈍く、GDPのレベルでみると、一昨年末頃の状況に戻ってしまったこと、旧来型産業（「オールド・ジャパン」）は、過剰設備・過剰債務・過剰雇用を抱え、なお苦吟していること、物価も下落懸念の方が大きいこと、わが国の潜在成長率は1.5%～2.0%と考えており、これに乗せるため、追加的な緩和が必要であること、外国中央銀行が採用し、国際的な学界も支持しているインフレ・ターゲティングを採用することで、日本銀行が物価の安定に責任を負っていることをはっきりと示すべきであること、数値目標を示して説明責任、結果責任を果たしていかないと一般の理解を得ることはできないこと、CPI目標を示すことで、その背後にあるGDP成長率や経済のパスについても予測を示すこととなり、forward-lookingかつpreemptive（予防的）な金融政策を行うことができること、を挙げた。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響で緩やかな改善が続いている。しかし、民需は依然として弱い状況であり、現段階では財政面からの下支えの手を緩めることなく公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、民需中心の本格的な景気回復の実現に努めなければならないと考えている。このような認識のもと、政府は、平成11年度第2次補正予算の迅速な執行に努めるとともに、平成12年度予算を編成し、現在、国会審議をお願いしているところである。
- 平成12年度予算における公債依存度が38.4%となるなど、わが国の財政が危機的な状況であることを踏まえれば、経済が本格的な景気回復軌道に乗った段階において、財政構造改革について21世紀のわが国の経済社会のあるべき姿を展望し、根本的

な視点に立って必要な措置を講じていかなければならないと考えているが、わが国経済は依然として厳しい状況を脱していないことから、政府としては引き続き景気回復に万全を期することとしている。

- このような政府の経済運営の基本的な考え方については、去る1月22日のG7においても、各国に説明したところである。
- 日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施とあわせて、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

経済企画庁からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 政府の今年の政策目標は、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、来年度後半には民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくということである。そのためには、現在の景気動向が極めて重要であり、昨年11月に決定した経済新生対策の実施に全力を挙げているところである。さらに、今年度予算の迅速な執行に精力的に取り組んでいくとともに、来年度予算の早期成立を図ることが肝要と考えている。
- 日本銀行におかれても、経済の回復を確実なものとするために、金融為替市場の動向も注視しながら、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的な金融政策運営をお願いしたい。

## 採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、足許の景気は持ち直しに転じている、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、徐々に改善しつつある、金融環境も緩和感が浸透している、しかしながら、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない、物価は、当面概ね横這いで推移していくとみられるが、潜在的な低下圧力には引き続き留意していく必要があり、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」にはなお至っていない、といったものであった。

こうした認識を踏まえ、会合では、現在のゼロ金利政策を続けてい

くことが適当であるという意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を採用した昨年2月12日以前の方針に戻すことが適当であるとの考えが示された。一方、別のひとりの委員からは、CPIの上昇率およびマネタリーベースの伸び率に目標値を設定するという量的緩和に踏み切ることが適当であるとの考えが示された。

この結果、次の3つの議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、今積み期間（2月16日～3月15日）の超過準備額を前積み期間対比で平残ベース5,000億円程度増額し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、2000年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、無担保コールレート（オーバーナイト物）が大幅に上昇する等金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の量的拡大を図る。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対7、棄権1）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

#### 議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

## 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

## 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、  
植田委員、田谷委員

反対：中原委員、篠塚委員

篠塚委員は、経済は持ち直しており、ゼロ金利を解除しても良い状況となっていること、ゼロ金利政策が長期化すれば構造改革を阻害するおそれがあること、ゼロ金利政策の長期化を前提とした市場行動が目立ってきているなど副作用が時間の経過とともに大きくなってきていることなどを挙げて、上記採決において反対した。

中原委員は、ゼロ金利政策は、経済の回復促進に十分ではなかったと考えられること、日銀はウエイト・アンド・シーのスタンスで臨むのではなく、財政政策とのシンクロナイゼーションを図る必要があること、ゼロ金利政策は、解除か継続かのどちらかしか選択肢のない政策であり、より自由度の高い量的ターゲットにレジームを変えるべきであること、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となるまで」というコミットメントについては、これほど長期間にわたって将来の金利水準にコミットするのはこれまで世界に例がないとみられること、といった理由を挙げて、上記採決において反対した。

## ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を2月15日に公表することとされた。

以 上

(別添)

平成12年2月10日

日本銀行

### 当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(賛成多数)。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。

以上

( 2000年2月24日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2000 年 2 月 24 日 ( 9:03 ~ 13:06 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	速水 優 ( 総 裁 )
	藤原作弥 ( 副 総 裁 )
	山口 泰 ( " )
	武富 将 ( 審議委員 )
	三木利夫 ( " )
	中原伸之 ( " )
	篠塚英子 ( " )
	植田和男 ( " )
	田谷禎三 ( " )

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 林 芳正 政務次官 ( 10:00 ~ 13:06 )

原口恒和 大臣官房総務審議官 ( 9:03 ~ 9:57 )

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長 ( 9:03 ~ 13:06 )

( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
理事	松島正之
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画室参事	稲葉延雄
企画室企画第1課長	雨宮正佳
調査統計局	吉田知生

( 事務局 )

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	内田真一

## ．前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（1月17日）の議事要旨が全員一致で承認され、2月29日に公表することとされた。

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（2月10日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>に則って、豊富な資金供給を継続した。この結果、安定した市場地合いが確保された。オーバーナイト金利は連日0.02%と事実上のゼロ金利水準での推移を続け、ターム物金利も、ゼロ金利政策の早期解除観測が後退したことなどもあって、幾分軟化した。

金融市場調節における当面の関心事項は、コンピューターの誤作動が懸念される「2月29日問題」である。市場参加者は、それに向けた対応を始めており、都銀などでは、2月28日以降に準備預金を積み上げることを前提に、今積み期間の準備預金の積みの進捗ペースを相当遅らせている。また、外銀等の一部では、2月末をカバーする資金であれば、高目のレートでも調達するスタンスを示しているため、ここに来て2月末越えの3日物レートは0.10%程度まで上昇している。

2月29日に向けた留意点としては、第1に、地銀などが準備預金を最終的にどの程度積み上げるかが不明確であること、第2に、かりにオーバーナイト金利が0.10%近くまで上昇すると、生保などが、運用資金を普通預金からコールにシフトさせるとみられ、現在普通預金を受け入れている都銀等の資金繰りが不安定化する可能性があること、第3に、日本長期信用銀行のニュー・LTCB・パートナーズに対する譲渡に伴って、2月28日に預金保険機構から支払われる特例資金援助等による資金が、運用としてどの程度市場に出てくるかが未確定であること、などがある。金融市場調節面では、こうした要因も踏まえ、豊富で弾力的な資金供給を継続することとしたい。

---

<sup>1</sup> 「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。」



## 2．為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

円の為替相場は、2月半ば以降円安方向の動きが進み、最近では111円前後と、昨年9月以来の水準になっている。また、ユーロは対ドルで1ユーロ1ドルを回復するなど堅調な展開になっており、円は対ユーロ相場でも軟化している。

このような円安の展開は、米国経済が堅調である一方で、日本経済の先行きに不透明感が出ていることを反映したものと考えられる。また、2月半ばに格付機関が日本の国債を格下げする方向で見直す旨を発表したことを契機に、海外投資家の間では、日本の財政事情の悪化についての関心が高まっている。市場のセンチメントを、リスクリバーサルで確認しても、中旬以降、ドルの先高観が強まっている。

### (2) 海外金融経済情勢

前回会合以降、各国の経済動向には大きな変化はない。ただし、2月10日に韓国銀行が、翌日物コールレートの誘導水準を約4.75%から約5.00%に引き上げた。

金融資本市場では、米国30年債金利が、国債買い戻し計画や消費者物価指数の落ち着きを受けて6.1%前後まで低下した。しかし、2年債などの低下は小幅であり、逆イールド幅が拡大している。株価は、NYダウやS&P500は下落したが、ナスダックが既往ピークを更新するなど、区々の展開となっている。市場には、株価の高値警戒感を背景に、資金が株式から債券にシフトしているとの見方もある。一方、欧州株は高値圏にあるが、足許幾分軟化している。アジア株は、軟調な展開である。

## 3．国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

前回会合以降発表された経済指標には、前回の基調判断を変えるような材料は特にない。

公共投資関連では、1月の公共工事請負金額が、99年度予算公共事業等予備費の発注を反映して微増となった。99年度第2次補正予算の工事の発注は、2月に入ってから本格化している模様である。

輸出入では、昨年末にかけて、情報関連財や資本財を中心に、輸出が減少し、輸入が増加したが、1月には逆に、これらの輸出が再び増加し、輸入は減少しており、全体としても、純輸出の緩やかな増加傾向に復したものとみられる。ただし、輸入についても、情報関連財に対する国内需要が強く、また、円高によって安価な消費財が流入しているなど、増勢が続いている。

個人消費関連の指標は、引き続き一進一退である。1月の都内百貨店売上高が増加し、乗用車販売は、1月に増加したあと、2月も前月のペースを維持している模様である。一方、12月の旅行取扱額は大きく落ち込み、1月のコンビニエンス・ストアの売上高も減少した。

非製造業の動向を示す第3次産業活動指数や、全産業活動指数の10～12月の動きは、前期比横這いとなった。

企業向けサービス価格指数は、前年比で小幅の下落を続けている。

## (2) 金融情勢

金融資本市場を概観すると、米国株価の下落は、米国経済に適度な調整をもたらすものとして、市場ではポジティブに受け止められているようである。これに、日本の10～12月のGDPが2四半期連続でマイナスになるとの予測も加わって、円安が進んでいる。

国内では、株価が19,000円台半ばで堅調に推移する一方、長期金利は、日本国債の格下げの可能性が取り沙汰されたにもかかわらず、安定して推移している。現状では、株価が個別企業の収益動向を反映している一方で、長期金利はマクロ経済動向と金融政策運営に対する予想を反映して、異なる動きを示している可能性がある。

今後も、こうした円安、長期金利の低位安定、株高という組み合わせが続くかどうか、注目していく必要がある。

1月のマネーサプライ(M2+C D)は前年比+2.6%と、12月と同じ伸び率となったが、引き続き弱めの動きが続いている。

1月の企業倒産件数は、前年比4割増となった。最近の特徴は、小規模な倒産が増え、業種別には建設業と小売業の増加が目立ち、倒産原因では売り上げ不振が多くなっていることである。これらを総合すると、流通革命の進展や公共事業の減少の影響が、企業倒産の動きにも現れてきた可能性が考えられる。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### ( 1 ) 景気の現状と先行き

会合では、前回会合(2月10日)以降に明らかになった経済指標等の評価を中心に議論が交わされた。その結果、前回の基調判断(「景気は、足許、持ち直しに転じている。こうしたもとで、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、徐々に改善しつつある。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。」)を変更するようなものは特にみられないということで、委員の見解は概ね一致した。

ただ、このうちの何人かの委員は、国内民間部門では明るい動きが続いており、経済のダウンサイド・リスクは徐々に小さくなっているとの認識を示した。そのうちのひとりの委員は、10~12月のGDP統計が2四半期連続でマイナスになることが予想されているが、経済の回復に向けたモメンタムは、昨年後半から今年にかけて途切れていないとの判断を示した。

まず、公共投資について、ひとりの委員が、公共工事の動きは昨年末にかけていったん鈍ったが、2月入り後は発注が増加している、と発言した。また、輸出について、その委員は、1月の数量収支が拡大したことを踏まえると、昨年第4四半期の落ち込みは、「コンピューター2000年問題」に係る国内需要の高まりによる一時的なものであり、輸出の増加基調が維持されていることが、あらためて確認されたとの判断を示した。そのうえで、その委員は、公共投資と輸出は、先行きも暫くの間、経済を下支えしていくとの見方を述べた。

別の委員は、輸出入について、数量収支が増加する一方で、名目収支が縮小していることは、所得が国外に流出していることを意味しているので、その動向には注意を要するとの見解を示した。

次に設備投資などの企業動向について、何人かの委員が、情報通信関連分野を軸にして、明るい動きが少しずつ広がっているとの見方を述べた。このうちのひとりの委員は、それを裏付ける材料として、企業収益回復の裾野が広がっていること、設備投資の先行きを示す機械受注や建築着工床面積は底を打ちつつあること、製造業の設備稼働率も改善してきていることなどを挙げた。また、別の委員は、企業の広告量の現状について、景気回復期に典型的に現れるテレビ・

コマーシャルに対する需要の増加が昨年半ばから始まっており、この3月は需要に応じきれなくなっていることや、設備資金の返済が、製造業や運輸・通信、電力などで目立って進んでおり、過剰債務問題の峠を越えた業種が、ある程度出てきていること、を指摘した。

もっとも、設備投資動向については、慎重な見方を述べる委員もいた。ひとりの委員は、現在の設備投資の下げ止まりは、電機・通信等一部の好調業種に支えられたものにすぎず、これが産業全体に波及していくかどうかを、注視している段階にあると発言した。また、その委員は、具体的な懸念材料として、家電業界では、すでに主力機種 of 海外生産比率が7割を超しているが、昨年の円高の進行を受けて、さらにOA機器において、国際競争力コスト維持の観点から、生産拠点を東アジアに移す動きが出始めていることを紹介したうえで、こうしたことが、空洞化の再来として、国内生産の減少や、国内の設備投資の増加抑制をもたらすことになる、と指摘した。

もうひとりの委員からは、足許の製造業の設備稼働率は本格的な設備投資につながるようなレベルまでは上昇していない、建築着工床面積の増加は大規模小売店舗立地法の施行を控えた駆け込み着工によるものである、との見方が示された。また、その委員は、情報通信産業の経済全体への波及効果は、日本の場合、米国のように大きくないとの見解も述べた。さらに、その委員は、原油価格の上昇と企業収益との関係に言及し、過去のパターン 交易条件の悪化が本格化すると、8か月程度で株価がピークアウトし、さらにそのあと半年程度が経過すると企業の売上高経常利益率が低下する を踏まえると、昨年来の原油価格上昇による交易条件の悪化は、今年半ば以降、企業収益の悪化につながるリスクがある、原油価格と輸入物価のタイムラグなどを考えると、交易条件の悪化は、あと2か月ほど続くとみられる、との認識を付け加えた。

こうした議論を踏まえ、ひとりの委員は、今後の設備投資動向をみていくうえでは、最近の企業収益の回復が、情報通信分野に止まらず、幅広い業種で実際の支出活動に結びつくかがポイントであり、そうした点を、3月末から4月にかけて明らかになる来年度の設備投資に関するアンケート調査などで点検していくことになるとの整理を示した。

個人消費の動きについては、まず最近の状況について、ひとりの委員が、百貨店では、株価回復や所得税減税等を背景に高額商品も売

れ始め、冷え切った消費が復調する兆しが出始めたこと、そのうえで、今後の消費回復の試金石として、春先の新入生・新入社員関連商品の売れ行きに期待を寄せていること、を紹介した。別の委員は、乗用車販売台数が持ち直していることを、明るい材料のひとつとして例示した。また、ほかの複数の委員は、企業サイドの明るい動きが雇用・所得環境の改善に徐々につながっており、家計のマインドも持ち直しているなど、家計支出を巡る先行きの懸念材料は減っているとの認識を述べた。このうちのひとりの委員は、今年の夏季賞与が前年水準をある程度上回ることになれば、個人消費の緩やかな回復につながる可能性も出てきているとの見解を付け加えた。

もっとも、これらとは別のひとりの委員は、雇用指標は全体として依然芳しくなく、個人が消費を抑制する流れは続いているとの立場をとった。その委員は、百貨店売上高の回復はバーゲンセールによる一時的なものであり、高額商品が売れ始めたのは、インターネット関連株などによって得たキャピタルゲインによる限定的な動きであるとの見解を述べた。さらに、その委員は、もうひとりのほかの委員とともに、乗用車販売の最近の回復にもかかわらず、自動車メーカー各社の4～6月の生産計画が依然として抑制的であることを挙げて、足許の回復傾向の持続性に疑問を呈した。

企業倒産の見方を巡っても、意見が交わされた。ひとりの委員は、最近、倒産件数が増加を辿っていることや、ある大手スーパーがメインバンクのサポートにもかかわらず破綻したことなどを挙げて、企業の経営環境は依然として楽観できないとの認識を示し、4月に民事再生法が施行されると、倒産件数はさらに増えて、金融機関経営に影響を与える可能性があるとの見方を述べた。これに対して、別の委員は、企業倒産が経済に及ぼすマイナスの影響には留意すべきだが、最近は、建設業や流通業を中心に、売り上げ不振による小規模な倒産が増加していることが特徴であり、これは、経済の構造調整が徐々に進んでいることを示唆するものと解釈しうる、との見解を明らかにした。

物価動向については、全体として横這いの推移にあるが、潜在的な低下圧力について注意深くみていくべきであるとする、これまでの認識に変化はなかった。ただ、複数の委員より、世界経済の回復を背景に原油などの国際商品市況が全般に上昇していることや、円相場が円安方向に動いていることなどは、物価の下落を抑制する方向で作用しているとの指摘があった。また、何人かの委員は、これに加えて、国

内民間部門に明るい動きが出始め、経済の足取りが少しずつしっかりしてきていることを踏まえると、需要の弱さに由来するような物価下落リスクは徐々に和らいでいるのではないかと、この見解を付け加えた。

別のひとりの委員は、原油価格の動向は楽観を許さないとの立場を強調した。その委員によれば、3月末のOPEC総会が原油価格の先行きをみるうえでのポイントになるが、かりにそこで増産が決まったとしても、その増産が十分でない場合は、原油価格の下落は一時的に止まり、年後半には再びWTIが30ドル乗せする公算が高く、万が一、減産継続ということになると、原油価格が一段高になるとのことであった。

## (2) 金融面の動き

金融面については、金融資本市場が、全体として、総じて落ち着いて推移しており、金融面の良好な環境は維持されている、といった認識が、大方の委員の間で共有された。

このうちのひとりの委員は、株価と長期金利が、前回会合以降、ほぼ横這いで推移していることや、円相場が企業の予想為替レート(12月短観の99年度下期大企業製造業の予想レートは107.93円)を上回るような円安水準になったことを踏まえ、金融資本市場全体として、企業収益と経済全体の改善を促す動きを続けているとの評価を示した。

株価については、ひとりの委員より、持ち合い解消や益出しの売りが出ているもとでも19,000円台半ばで安定していることや、東京証券取引所の売買代金が連日1兆円を超えていることを踏まえると、全体として底固い展開になっているとする評価が示された。別の委員も、ゼロ金利政策のもとで、有利な運用先を求める個人の資金が投信を通じて株式市場に流入しており、需給環境はしっかりしていると発言した。また、その委員は、資金の多くがEビジネス(情報通信関連)の株に向かっており、Tビジネス(伝統的な重厚長大産業などの分野)の株は値上がりしづらい現象が続いているなどとして、二極分化の動きが鮮明化している旨を付け加えた。

なお、ほかのひとりの委員は、株価は2月上旬にピークをつけたあと、現在は、米国ダウの軟化もあって調整局面にあり、次に上昇に向かうのは年央以降ではないかと、慎重な見方を述べた。

円相場が円安方向に動いている要因について、ひとりの委員より、市場では、米国経済のサステナビリティが高まっているとみている

反面、日本経済については、GDPの2四半期連続マイナスの予想などを受けて慎重な見方が増えている、との見解が示された。

別の委員は、以上を踏まえて、株価や円相場から読み取れるシグナルという観点でみると、株式市場が、日本経済や企業収益の一段の改善を示唆する一方、為替市場は、日本経済の先行きについて慎重な見方を示しており、目下のところは、異なるシグナルが出ていると指摘した。そのうえで、その委員は、こうした株高と円安という組み合わせが今後も続くかどうか、注目していきたいと発言した。

これに関連して、ほかの委員は、昨年半ば以降の円相場の推移をみると、現在は、124円台から101円台まで進行した円高が反転し、円安に向かっている局面にあるが、ここに来て、半値戻しの水準に接近していることもあって、上値が重くなっているとの見方を付け加えた。

長期金利については、何人かの委員が、格付機関が日本の国債を格下げ方向で見直す旨の方針を発表したにもかかわらず、ボックス圏内で安定的に推移していることに言及した。それらの委員からは、ゼロ金利政策が当分の間は続くとの見方が市場参加者の間で強いこと、

現状では、貸出が減少しているうえに、国債に代わる投資対象資産が市場には少ないため、銀行を中心に国債保有を増やさざるをえないこと、などがその背景になっている、といった指摘があった。このうちのひとりの委員は、このようにゼロ金利政策の浸透によって長期金利が安定していることを捉えて、現在のゼロ金利政策は資産価格全体の安定にも寄与しているとの見解を述べた。

しかし、もうひとりの委員は、日本の財政赤字のサステナビリティに関心が集まってきていることは事実であり、そうした状況のもとでは、かりに日本銀行が国債の買いオペを増額しても金利は低下せず、逆にリスク・プレミアムの拡大を通じて金利が上昇してしまう蓋然性が高まった、との認識を明らかにした。

このほか、量的金融指標について、複数の委員が発言し、企業の資金需要が依然弱く、民間銀行貸出が低迷していることや、マネーサプライの伸び率が依然として低下基調にあることを指摘した。ただ、このうちのひとりの委員は、こうした動きは、企業が財務リストラの観点から借入返済を優先している結果であり、構造調整が着実に進展している証左と捉えることもできる、との見解を示した。

## ・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

前述のとおり、大方の委員の金融経済情勢に関する見方は、前回の基調判断を変更する必要はないということであった。

もっとも、このうちの何人かの委員は、国内民間部門に明るい動きが出始め、経済の足取りが少しずつしっかりしてきていることを踏まえ、需給の悪化に由来するような物価下落リスクは徐々に和らいでいるのではないかと、この見方を示した。ただし、別のひとりの委員から、民間部門の動きは、現状では、基調判断の変更を要するような決定的な材料と言えないとの判断が示され、物価の下落リスクの低下を指摘した委員を含めた多くの委員が、これに賛同した。

この結果、委員会の判断は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったかどうかについては、なお注意深く情勢の展開をみきわめる段階にあるという点にほぼ集約された。このため、当面の金融政策運営方針としては、現在のゼロ金利政策を続けていくことが適当であるとの見解が、大勢意見となった。

会合では、物価動向と金融政策運営の関わり方について、いくつかの論点で、議論が交わされた。

まず第1に、ひとりの委員が、物価動向の判断に関連して、現在は、供給サイドから、国際商品市況の上昇や円安などの物価上昇要因と、技術革新や流通革命などの価格下押し要因の、2つの相反する力がかかっているため、物価の基調が読みにくくなっているようにみえるが、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」というゼロ金利政策のもとでの判断基準が焦点を当てているのは、あくまでも、需給バランスの失調に起因する物価低下圧力である旨を強調した。別の委員は、これに同意したうえで、実際の物価指数について、生産、流通面の技術革新がどの程度指数を押し下げているか、サンプル調査ではカバーできないような上方バイアスがどの程度あるか、といったことを把握できるよう研究を進めることが、物価動向を的確に判断するためにも、大切であると発言した。

第2に、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」という表現を巡って、いくつかの意見が示された。ひとりの委員は、金融政策運



嘗はその時々のアベイラブルな経済指標等を勘案したうえで、「物価の安定」を軸とした総合判断にならざるをえないが、アカウンタビリティ向上の観点から、よりわかりやすいものとする余地があるかどうかを、掘り下げて考える必要があるとの立場をとった。その委員は、かりに具体性を持たせた表現がとれば、今後、ゼロ金利政策を解除する段階になっても、市場があらかじめこれを織り込んでいる分だけ、市場に与えるショックを小さくすることができるのではないかと、この考え方を述べた。さらに、その委員は、より具体的な定性基準としては、物価の潜在的な下落リスクが十分に小さくなることと、その背後にある実体経済の展開では、民間部門の前向きなメカニズム（生産、収益・雇用、設備投資や個人消費）がしっかりと動き始めることが、重要な要件になるとの考え方を付け加えた。

別の委員は、こうした考え方に基本的に同意しつつも、現在の「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」という表現は、上記の2つの定性的な要件をかなりの確に盛り込んでおり、これを上回るような数値基準や定性的な基準はなかなか見出し難いとの認識を明らかにした。

第3に、「物価の安定」とはそもそも何かを考える必要がある、との問題提起をする委員もいた。その委員は、「物価の安定」の意味合いについて、物価指数をある目標とするレベルに着地させることに止まらず、物価面に集約されているその時々を経済状況が、国民の経済厚生を最大化に貢献しているかどうかを重要な点であるとして、最近の内外のインフレ・ターゲティングを巡る議論の中で、論点が物価指数の誘導などの技術論に矮小化されることに強い警戒感を表明した。そして、国民の経済厚生を増大とは、家計の生活の質の充実と、企業の最適利潤の確保であるとして、個別の検討ポイントを挙げた。具体的には、物価の需給調整機能ばかりでなく、所得分配機能にも注目すべき、評価すべき物価の対象は、物価の水準、物価の動きの方向性、あるいは相対的な価格体系のいずれであるか、物価をみる際の軸は、国内需給と国際需給のいずれであるか、さらには、技術革新や生産性と物価の関係はどのようになっているか、といった点を列挙した。

こうした問題提起を受け、「物価の安定」の意味合いを巡るやり取りもあった。ひとりの委員は、この問題提起の中で、家計の生活の質を充実させる観点とか、所得分配機能に着目する旨が含まれていることについて、強い共感を表明した。

別の複数の委員は、評価すべき物価の対象は、金融政策運営との関連でいえば、あくまでも、相対的な価格体系の安定ではなく、一般物価水準の安定であるという立場をとった。それらの委員は、現状「物価の安定」は、「インフレでもデフレでもない状態」を念頭に置いており、グリーンSPANFRB議長の言い回しを借りれば、「経済主体が意思決定を行うに当り、将来の物価の変動を気かけなくても良い状態」ということであるが、これらはいずれも、一般物価水準が安定していることが、経済の潜在力を最大限に引き出すための最重要の要件であることを示しているとの考え方を強調した。

また、そのうちのひとりの委員は、インフレ・ターゲティングにしても、一般の金融政策にしても、そうした状況の実現を目指している点では違いがないとしたうえで、ゼロ金利政策のもとで有効な金融緩和策がほとんど残っていないような現状においては、インフレ・ターゲティングに向けて舵をきることには慎重にならざるをえないとの見解を強調した。なお、その委員は、一般物価水準が重要とはいふものの、具体的にそれを示すことは困難であり、結局は物価指数の選択の問題に帰着する旨を付け加えた。

この間、「ゼロ金利政策の維持」とは立場を異にする、2つの主張もみられた。

まず、ひとりの委員は、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を決定した99年2月12日以前の状態に戻すことすなわち、オーバーナイト金利を0.25%に引き上げること を主張した。

この委員は、その理由として、第1に、景気は持ち直しに転じ、民間需要の自律的な回復の展望も拓けつつあり、日本経済が再びデフレスパイラルに陥るリスクは低下しているとして、具体的には、企業部門の前向きなモメンタムが家計の雇用・所得環境の改善につながりつつあり、個人消費も、単身者を中心に前向きになってきていることを指摘した。また、第2に、企業の中には、有利子負債が高止まりしている先が少なくなく、それには、ゼロ金利政策が、企業や金融機関の不良債権処理を先送りさせる誘因となっている面があるとしたうえで、こうした構造調整の遅れは、海外からみた場合、日本経済の先行き不透明感につながることになる、といったことも指摘した。

別のひとりの委員は、CPI（消費者物価指数）上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことを主張した。

その理由として、この委員は、現状、景気の回復局面にあるとみられるが、10～12月のGDPが2四半期連続でマイナスとなり、水準も1年前のレベルまで落ち込む可能性があるなど、量感には乏しく、今後についても確たる見通しを持ちえない、物価は、GDPデフレーターの前年割れや、消費者物価指数の弱含みが続いている、マネタリーベースを増やせば、円安の動きをサポートできる、インフレ・ターゲティングは、他国中央銀行や学界の流れをみても採用すべきであり、それによって、国民は、経済の先行きの見通しを知ることができるし、金融政策の結果も評価することができるようになる、ここで量的なレジームに切り替えて、ゼロ金利政策を解除すべきであり、そうすることにより、将来的には、経済実体が金利に敏感に反映されるような条件を整えるべきである、といったことを列挙した。

この量的緩和の主張に関連して、ひとりの委員が、第1に、その手法は難しいが、やってみてできないことではないし、一定の効果を発揮する可能性があるとの見解を述べた。すなわち、短資会社などの準備預金非適用先が保有できる日銀当座預金には限界があるので、それ以上に資金供給すれば超過準備を増やすことができる筈であるが、現状では、都銀などは不必要な超過準備を持とうとしないことから、結局オペの未達が繰り返されることとなり、難しい面がある、しかし、例えば、長期国債の買い切りオペを増額すれば超過準備の積み上げを実現できる可能性もあり、また、それにより、金融機関の活動に影響を与えることができるかもしれない、との認識を表明した。もっとも、第2に、その委員は、そうした認識に立ったうえで、現在は、内外の金融経済情勢は改善の方向にあり、この局面で、このようなドラスティックな政策を試すことは適當ではない、との判断を示した。

また、別の委員は、マネタリーベースなどの量的指標と為替相場との関係について、年明け後、これらの指標の伸びが元のレベルに低下しても、為替相場が円安方向に動き続けたことを踏まえると、この両者には直接的な因果関係は存在しないといえることができる、との認識を述べた。これに対して、マネタリーベース・ターゲティングを主張した委員は、マネタリーベースの1月平残前年比について、日米の相対関係をみると、それは円安の動きと整合的であると反論した。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響で、緩やかな改善が続いているが、民需は依然として弱い状況にある。このため、現段階では、財政面からの下支えの手を緩めることなく、公需から民需への円滑なバトンタッチを行い、民需中心の本格的な景気回復の実現に努めなければならないと考えている。
- 財政運営においては、公債依存度がすでにかなり高くなっているため、財政構造改革をどのように進めていくかが、重要な課題になっていると認識している。今後の財政事情については、「財政の中期展望」に示したとおり、名目成長率が3.5%の場合でも、税の自然増収が難しく、長期金利の上昇が伴うので、1.75%成長のケースの場合と公債残高はあまり変わらない。ただ、対GDP比は幾分改善する。
- 日本銀行においては、政府による諸施策の実施と合わせ、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

また、経済企画庁からの出席者からも、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は、民間需要の回復力が弱く、厳しい状況をなお脱していない。また、年末には需要がやや低迷した。ただし、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業行動にも前向きな動きがみられており、景気の緩やかな改善が続いていると判断している。
- 政府は、公需から民需へのバトンタッチを円滑に行い、景気を本格的な回復軌道に乗せていくとともに、21世紀の新たな発展基盤を築くため、経済新生対策を始めとする諸施策を推進する。日本銀行においても、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で、かつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

## 採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、景気は、足許、持ち直しに転じており、こうしたもとで、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、徐々に改善しつつある、金融面の良好な環境は維持されている、しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない、物価は当面、概ね横這いで推移していくとみられるが、潜在的な低下圧力については、引き続き留意する必要がある、したがって、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」には、なお至っていない、というものであった。

こうした認識を踏まえ、会合では、現在のゼロ金利政策を続けていくことが適当であるという意見が大勢を占めた。

ただし、ひとりの委員からは、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を採用した99年2月12日以前の方針に戻すことが適当であるとの考えが示された。一方、別の委員からは、CPIの上昇率に目標値を設定したうえで、本格的な量的ターゲットに踏み切ることが適当であるとの考えが示された。

この結果、次の3つの議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引き上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2000年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、無担保コールレート（オーバーナイト物）が大幅に上昇する等金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の

量的拡大を図る。」との議案が提出された。

また、同委員は、今回の提案より、操作目標を、これまでの超過準備からコントロールの容易な当座預金残高に変更した旨を説明した。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

なお、この採決のあと、ほかのひとりの委員からは、この提案のなお書きの部分に、市場が逼迫して金利が大幅に上昇した場合、それを抑制する趣旨が盛り込まれているが、この点は、これを提案した委員が、量的な緩和に踏み切ってゼロ金利を解除すれば、経済の実体を反映して金利が変動しうるようになるといったことを唱えていることと、整合的ではない、との指摘があった。

これに対して、同委員は、提案のなお書きは、あくまでも緊急事態に対処することを想定したものであり、「金利の大幅な上昇」はその一例示に過ぎず、金利を景気実体に則して変動させることとは矛盾しない、との趣旨を述べた。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

#### 議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

#### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

#### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、  
植田委員、田谷委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、先行き、民需の回復が実現する展望が拓けておらず、政策効果の息切れなどの懸念もあるもとの、インフレリスクばかりを危惧して現状維持を続けるような

政策対応は適当ではない、現状のままでは、マネーサプライなどの量的金融指標の伸び率が一段と低下し、様々な悪影響が生じかねない、ゼロ金利政策は、そのもとでの選択肢が継続か解除しか存在しない非連続な政策であるので、この際、量的緩和とゼロ金利政策の解除をセットで行って、市場の活性化を図る必要がある、政策目標を、国民にとってわかりやすいものにするために、現在のディレクティブを書き直す必要がある、といった理由を挙げて、上記採決において反対した。

篠塚委員は、ゼロ金利政策導入のそもそもの狙いは、市場の流動性不安の解消であったが、現状では、すでに所期の目的は達成されているとみられるので、ゼロ金利政策の直前に戻すべきである、経済のバランスシート調整をゼロ金利政策で解決することは不可能である、0.25%の利上げは、本格的な金融引き締め局面への転換を意味するものではないし、景気へのマイナスインパクトも限定的である、設備投資の回復が本格化することを見届けてから利上げすることでは遅すぎる、という理由を挙げて、上記採決において反対した。

以 上

(別添)

平成12年2月24日

日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(賛成多数)。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。

以 上



( 2000年3月8日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2000 年 3 月 8 日 ( 9 : 01 ~ 12 : 30、13 : 20 ~ 15 : 37 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	速水 優 ( 総 裁 )
	藤原作弥 ( 副 総 裁 )
	山口 泰 ( " )
	武富 将 ( 審議委員 )
	三木利夫 ( " )
	中原伸之 ( " )
	篠塚英子 ( " )
	植田和男 ( " )
	田谷禎三 ( " )

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省	大野功統	総括政務次官 ( 9 : 01 ~ 12 : 30 )
	原口恒和	大臣官房総務審議官 ( 13 : 20 ~ 15 : 37 )
経済企画庁	河出英治	調整局長 ( 9 : 01 ~ 15 : 37 )

( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
理事	松島正之
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画室参事	稲葉延雄
企画室企画第 1 課長	雨宮正佳
調査統計局	吉田知生

( 事務局 )

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	山岡浩巳

## I . 前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（2月10日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月13日に公表することとされた。

### ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

#### 1 . 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回の会合（2月24日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>にしたがって運営した。

この間、「2月29日問題」に伴うコンピューターの誤作動懸念を背景に、オーバーナイト金利は2月28、29日に一時的に強含んだ。これは、邦銀が翌日物での調達・運用を控える一方で、問題発生を想定せずに自然体で資金繰りを行っていた外銀のうち、ユーロ市場での調達が困難化した先が、コール市場における調達レートを引き上げたことによるものである。

こうした金利上昇圧力に対して、日本銀行は2月25日以降、積み上幅<sup>2</sup>を拡大させ、きわめて豊富な資金供給を行った。3月入り後のオーバーナイト金利は再び0.02%と安定を取り戻している。

この間の特徴的な動きとしては、次の2点が挙げられる。

第一に、日本銀行の資金供給オペは、コール市場等の流動性が低下する中で、レートの鎮静化に大きな効果を発揮した。すなわち、2月29日朝も、オーバーナイト金利には上昇圧力がかかったが、これに対応した日本銀行の追加オペにより市場に安心感が広がり、オーバーナイト金利は速やかに低下した。

第二に、「2月29日問題」による金利上昇がみられたのは、先進国の中で日本だけであった。これは、ゼロ金利政策のもとで、流動性保

---

<sup>1</sup> 「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。」

<sup>2</sup> 翌営業日から積み期間の最終日まで積み続ければ所要準備をちょうど満たすことになる金額に対して、当日為決時点（通常17時、準備預金制度上の計算時点）の準備預金額がいくら上回ると見込まれるかを示す金額であり、日本銀行が朝方の調節時点で予想したもの。

有のコストがきわめて低くなっているため、本邦金融機関は、資金繰り面でのリスクを少しでも感じると、直ちに流動性保有を増加させようとする傾向が強くなっているためと考えられる。

こうした状況を踏まえると、期末にかけても同様のことが生じる可能性がある。実際に、3月31日を期日とする資金供給オペが大幅な札割れとなるなど、本邦金融機関はこの時期の取引を回避する傾向が強い。3月末にかけての市場の動きを注視し、適切な調節に努めていく方針である。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

円の為替相場は2月下旬まで円安方向の動きが進んだが、2月末以降は、対ユーロでの円買いの動きなどを受けて、円高が進んでいる。この間、実効ベースのドル・レートは、各国通貨に対して比較的堅調に推移している。

ここにきてユーロ安が進んでいること背景としては、まず、欧州の政策当局者のさまざまな発言が、ユーロ相場に対するスタンスの混乱を示していると市場に受け止められていることが挙げられる。また、

本邦機関投資家が決算対策として、ユーロ建債券などの海外資産を売却するのではないかとの思惑や、欧州投資家による日本株買い、さらには欧州企業の日本企業への資本参加の動きなども、ユーロ安に寄与している。ただし、本邦機関投資家による海外資産売却の動きは、実際にはあまり目立っておらず、一部の機関投資家の動きが過大に伝えられている模様である。

### (2) 海外金融経済情勢

米国金融市場では、FRBによる先行きの利上げがかなりの程度織り込まれている模様である。この間、債券市場では、最近では10年物をピークとする逆イールド現象もみられているが、長期金利の上昇傾向が止まったとは即断し難い状況である。

各国の株価動向をみると、NYダウの下落とNASDAQの上伸にみられるように、世界各国でIT関連企業の株に買いが集まる展開となっている。こうした企業の株価上昇テンポは、足許ではかなり急なものとなっている。

実体経済の面では、前回会合以降、目立った変化はない。米国では、住宅投資や新車販売などが好調を維持しており、消費者コンフィデンスも引き続きピーク圏内で推移するなど、実体経済は過熱気味の展開が続いており、これまでの長期金利上昇の影響は特にはみられていない。欧州でも堅調な景気回復が続いており、物価は徐々に上昇傾向を辿っている。アジア経済も引き続き回復基調にある。中国経済も最近では底入れし、最悪期を脱したようにみられる。

### 3．国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

前回会合以降の実体経済動向を巡る特徴は、以下の2点である。

第一に、最近公表された経済指標をみると、設備投資関連や住宅着工、雇用・消費関連など、強めの指標が目立っている。ただ、これらの一部には、統計の一時的な振れが影響している可能性もある。

第二に、消費者物価が、このところやや弱めの動きとなっている。これは、昨年夏以降の円高の影響が、衣料品など輸入競合品の値下げなどを通じて、ラグを伴って表れたことが主因とみられる。

最終需要をみると、公共投資は緩やかに減少している。住宅投資をみると、1月の住宅着工は増加したが、これは、住宅金融公庫の昨年第2回、第3回の融資申し込み分の着工が集中したことが主因とみられ、基調としては緩やかに減少している。個人消費は、年明け後は幾分持ち直すなど、一進一退の動きを続けている。設備投資は概ね下げ止まったものとみられる。純輸出は増加基調を続けている。

こうした需要動向のもとで、生産は昨夏以降増加を続けており、企業収益の改善も明確化するなど、企業部門での前向きの所得形成メカニズムは着実に働いている。ただ、これまでのところ、企業の積極的な設備投資スタンスが誘発されるまでには至っていない。また、雇用情勢の悪化には歯止めがかかりつつあるが、企業は人件費を抑制するスタンスを維持しており、家計の所得環境は引き続き厳しい。

以上のように、景気は、このところ、持ち直しに転じている。こうしたもとで、企業収益の回復など、民間需要を巡る環境は改善が続いている。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。

国内卸売物価は、ほぼ横這いの推移が続いている。消費者物価は、

幾分弱含んでいる。

先行きについては、公共事業は、補正予算の執行を受け、春以降は持ち直すと見込まれる。純輸出も増勢を維持するとみられる。

設備投資は、企業収益の回復が続いていることに加え、先行指標の動きなどからみても、増加に転じる可能性が高くなっている。ただ、現時点では、投資の実施主体や内容が情報通信関連に偏っている感は否めず、その裾野の広がりや持続性について、今後の各種アンケート調査などを踏まえて確認していく必要がある。個人消費は、夏季賞与の動向がはっきりしてくるまでの間は、一進一退で推移する可能性が高い。

国内卸売物価は、当面、横這いないし若干の強含みで推移する可能性が高い。これは、電気機器等の趨勢的な価格低下が続く一方で、国内需給バランスの改善や、原油など国際商品市況の上昇の影響が予想されるためである。消費者物価は、輸入品価格の低下がしばらく続くことからみて、弱含みで推移するとみられる。このように、各種物価指数の動きは、対象となる財・サービスの違いを反映して微妙に異なるものの、全体としてみれば、当面は概ね横這いで推移すると予想される。

当面、国内需給バランスが大きく崩れるリスクは小さい。また、その間に設備投資が増加に転じる可能性も徐々に高まってきている。しかし、現時点では、外生需要から民間需要へのバトンタッチがスムーズに進むかどうか、なお不確定な要素が多い。したがって、来年度下期以降、外生需要が減少に転じた場合に、物価が再び軟化するリスクには、引き続き留意しておく必要がある。

## (2) 金融情勢

前回会合以降、金融市場は落ち着いた推移を辿っており、市場金利や株価は総じて小動きとなっている。

オーバーナイト金利は、「2月29日問題」を背景に一時的に強含んだ局面を除けば、0.02%と実質ゼロで推移している。ターム物金利も、きわめて低い水準で安定的に推移している。

長期国債流通利回りは、2月末以降は為替円高などを背景に若干軟化し、最近では1.7%台となっている。このように、良好な経済指標が目立つ中で長期金利の低位安定が続いている背景を探ると、市場ではマクロ経済の先行きに関し、依然として慎重な見方が強いこと、

このため、ゼロ金利政策も早々には解除されまいとの見方が根強いこと、民間資金需要が引き続き低迷し、有利な運用先が見出せないために、国債の購入ニーズが堅調であること、などが挙げられる。

この間、株価は、一部IT関連企業等の成長性が高く評価されていること等から、比較的堅調に推移している。

金融の量的側面をみると、銀行は、基本的には慎重な融資スタンスを維持している。ただ、経営健全化計画に示された貸出計画への対応もあって、大手行を中心に、融資先の信用力などを見極めつつ、貸出を増加させようとする姿勢を強めている。

しかし、実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、企業は引き続き借入金の圧縮に注力している。このため、民間の資金需要は低迷しており、各行とも新規案件の掘り起こしには苦戦しているようである。このため、銀行貸出やマネーサプライも弱含みで推移している。こうした中で各行は、大企業の関連企業である中小企業などへの貸出姿勢を一段と積極化させており、企業金融は、引き続き緩和基調を続けている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### (1) 景気の現状

景気の現状については、大方の委員が、年明け後の経済指標をみると、設備投資、販売、雇用・所得関連などを中心に良好なものが目立ったことを指摘した。

これを踏まえて、多くの委員は、景気は、外需や公共需要の増加を受けた生産の増加、これを受けた企業収益の増加、その支出行動へのプラスの影響、といった、ほぼ想定されたとおりの改善のパスを辿っている、との見方を示した。

このうち一人の委員は、最近の指標を素直にみれば、設備投資など民間需要の自律的回復の動きがすでに確認されていると解釈すべきではないか、との見方を述べた。

これに対し、多くの委員は、最近の指標には、統計の一時的な振れが影響しているとみられるものもあり、また、バランスシート問題や構造調整圧力を踏まえれば、経済の改善の持続性や裾野の広がりについては、従来 of 景気回復局面よりも慎重にみていく必要がある、との見解を示した。そのうえで、現時点では、民間需要の自律的回復

のはっきりとした動きを確認できるまでには至っていない、との見方をとった。

こうした議論を経て、多くの委員の認識は、「景気は、このところ、持ち直しに転じている。こうしたもとの、企業収益の回復など、民間需要を巡る環境は改善を続けている。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない」という評価に、概ね集約された。

なお、複数の委員より、昨年 10～12 月の GDP 速報は 2 四半期連続の前期比マイナスになるとの予想が広がっているが、年明け後の各指標の改善、生産の増加傾向の持続、企業収益の回復明確化、などを踏まえると、仮にそうした計数が公表されたとしても、景気は改善を続けているとの判断を変更する必要はない、といった見方が示された。

このうち一人の委員は、GDP 速報は、最近の個人消費のリード役である単身世帯の消費を捉えていないなど、経済実体を十分に反映していない可能性があるのではないか、とコメントした。

個々の需要項目に関しては、まず住宅投資について、1 月の住宅着工がかなりの増加となったことについて、何人かの委員が言及した。

複数の委員は、1 月の動きは単月の振れである可能性が高いとの見方を示し、その根拠として、1 月はもともと着工のレベルが低い中で、昨年中の第 2 回、第 3 回の住宅金融公庫融資申し込み分の着工が集中したことや、住宅ローン減税の延長措置が影響していること、を説明した。また、ある委員も、上記第 2 回、第 3 回申し込み件数を足し合わせると前年比で減少していることを指摘するなど、住宅投資は基調としては緩やかに減少しているとの見方が多く示された。

輸出について、多くの委員は、海外経済が堅調を続けていること、年明け後の統計では純輸出は再び増加しており、昨年末にかけての純輸出の伸び悩みは、Y 2 K 問題などによる一時的な振れとみられること、通関統計の年間補正により、昨年末の輸出も上方修正されたことなどを指摘し、輸出は増勢を維持しているとの見方を共有した。

個人消費について、多くの委員は、百貨店販売や新車登録台数など、多くの販売指標が年明け後持ち直していることを指摘した。そのうえで、現段階で個人消費が明確に回復に転じているとまでは言えないが、昨年末にかけての消費の停滞が、「一進一退」の中での一時的な振れ

であったことは確認できた、との見解を示した。

この間、ある委員は、1月の消費水準指数の増加には、教育費の増加という特殊要因が寄与している、と指摘したうえで、1～3月の消費は横這いか減少となる見込みであり、消費は依然として不振である、と主張し、他の委員よりも慎重な見方を示した。

次に、多くの委員は、生産が年明け後も増加傾向を維持しており、この中で、需給バランスの改善やリストラ効果も相まって、企業収益の改善が一段と明確になっていることを指摘し、景気回復にとって重要な前提がより確かなものになりつつある、といった見方を示した。

一人の委員は、企業収益の回復は、現段階では、リストラ効果や、ゼロ金利政策のもとでの金利負担の低下に支えられている面が大きく、収益基盤はなお脆弱ではないか、と述べた。

これに対し、別の複数の委員は、日本経済新聞社の調査によれば、今年度は減収増益、来年度は増収増益の見通しであることを紹介し、来年度はリストラ効果だけでなく売り上げ増加も収益に寄与していくのではないかと、との見方を述べた。

設備投資について、多くの委員は、企業収益の回復など、投資を巡る環境が改善する中で、1月の資本財出荷や建築着工床面積がかなりの伸びを示すなど、指標面でも明るい動きが目立っていることを指摘し、設備投資は「概ね下げ止まった」との見方を共有した。

最近の物価動向について、多くの委員は、国内卸売物価の前年比マイナス幅が急速に縮小している一方で、消費者物価は若干弱含んでおり、やや区々の動きとなっていることを指摘した。

一人の委員は、国内卸売物価の内訳をみると、最近では、技術革新の影響から機械類が低下を続けているだけで、その他の品目の下落はほぼ止まっており、需要の弱さによる物価の下落傾向は、卸売物価の段階では終わりつつある、と述べた。

別の一人の委員は、卸売物価の動きを産業界の視点からみると、新製品の投入や新技術による実質的な価格低下や、リストラによる原材料価格の引き下げ要請は続いているが、一方で、需給悪化による素材市況の下落は止まり、値上げ環境も整ってきている、という状況を反映している、と指摘した。

消費者物価の弱含みについて、多くの委員は、昨年夏以降の円高の影響が、輸入競合品の値下げなどを通じて、タイムラグを伴って表れ



ていることが主因であろう、と述べた。さらに、流通効率化に伴う「価格破壊」の動きの強まりや、消費者物価のサンプル替えなどに伴う統計の振れの可能性も指摘した。そのうえで、これらはデフレ的な現象とは性格が異なる、とも述べた。

一人の委員は、物価を左右する要因として、技術革新や流通革新、国内需給、為替レート、原油など国際商品市況、の4つを挙げた。そのうえで、卸売物価については、による下押し圧力は弱まる一方で、が物価を押し上げる方向に働いている、と整理した。一方、消費者物価が弱含んでいる原因として、の要因が卸売物価よりもやや長めのタイムラグを持って表れていることや、による押し上げ効果が卸売物価に比べ相対的に小さいこと、などを指摘した。

この間、別の一人の委員は、消費者物価には、非貿易財を中心に内外価格差が残っているものが多いため、この面からの価格低下圧力が強めにかかり続けている、との見方を述べた。

## (2) 金融面の動き

何人かの委員は、良好な経済指標が目立っている中で、長期金利が低位で安定していることに言及した。

一人の委員は、ゼロ金利政策の長期化予想が影響している可能性や、ゼロ金利政策による過剰な流動性の供給が、市場参加者をIT関連株や債券への投資に向かわせている可能性を指摘し、ゼロ金利政策は相場の歪みを蓄積しているのではないかと懸念を示した。

これに対し、別のある委員は、ゼロ金利政策が流動性懸念の払拭を政策の一つの狙いとしている以上、そうした面が多少出てくることは、政策効果の一要素として受け止めていかざるを得ない、との見解を述べた。

さらに別の何人かの委員は、現在の長期金利の動きが持続的なものかどうか、注意深くみていく必要があること、また、中央銀行として市場との対話に心がけていくことの重要性を強調した。

この間、円相場・株価に関して、ある委員は、円相場は、チャート分析すると、大局的には依然として円高局面の中にある、日経平均が堅調であるのは、中期的な波動のなかで、上昇相場の延長が続いているものと理解される、この間、米国株価では、株式投信への流入額が1月には既往最高となったうえ、NASDAQの時価の50%が上位14銘柄で占められていること等から考えると、すでに天井圏相

場となっており、先行きかなりの調整が生じる可能性が高い、と発言した。

金融の量的側面について、ある委員は、多くの企業がキャッシュフロー以下の水準まで設備投資を抑えているうえ、企業収益も回復しているため、今後設備投資が増えるとしても、資金需要は出にくい状況が続く、との見方を示した。さらに、金融不安が鎮静化し、流動性に対する予備的需要も減少しているため、貸出やマネーの残高は今後も伸び悩む可能性が高い、と述べた。ただ、現在の状況の下では、こうした量的金融指標の動きは設備投資の回復と矛盾するものではなく、金融環境は前向きの投資を十分にサポートするものとなっている、と指摘した。

### (3) 景気の先行き

景気の先行きに関し、多くの委員は、実体経済からの内生的なダウンサイド・リスクは後退しており、今後、民需の回復が次第にはっきりしていく可能性が徐々に増している、といった見解を示した。

このうち一人の委員は、すでに「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至っている、と述べた。その理由として、この委員は、生産は、予測指数やミクロ情報等からみて1～3月、4～6月とも増加するとみられること、広告取扱量が大きく増加するなど、サービス産業等にも前向きの動きがみられ始めていること、労働省の「労働経済動向調査」では、建設業を除く広範な業種で、雇用過剰感の縮小や不足感の拡大がみられること、などを挙げた。このため、企業収益の増加は、すでに雇用・所得面にも前向きの影響を及ぼし始めている、と述べた。

しかし、多くの委員は、現時点では民間需要の自律的回復が確認されたわけではなく、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったとまではいえない、との見方をとった。

まず公共投資に関し、何人かの委員は、公共工事の請負金額は補正予算の執行に伴って増加に転じており、今後は進捗ベースでも増加していく、との見方を述べた。ただし、一人の委員は、地方財政事情の悪化を、先行きのダウンサイド・リスクとして指摘した。

輸出については、多くの委員は、世界経済の回復傾向が続いていることなどから、今後も増勢を維持していく、との見方を共有した。

こうした議論を踏まえ、多くの委員は、外生需要は当面、景気の下支えを続けていく、との見解を示した。このうち一人の委員は、先行き半年程度の展望では、景気が需給面から崩れるリスクはかなり後退している、と述べた。

個人消費の先行きについて、多くの委員は、1月の有効求人倍率や所定内給与など、雇用・所得関連の指標が改善していること、消費者コンフィデンスも改善を続けていること、年明け後の販売指標が持ち直していること、といったプラス材料を指摘した。

一人の委員は、最近のゲーム機の販売形態においてインターネット直販が大きなシェアを占めていることを例にとり、個人消費の動向については、既存の販売統計などから把握することはますます難しくなっており、今後は、家計所得の動きを合わせて点検していくことが重要になっている、との見解を述べた。

そのうえで、多くの委員は、先行きの個人消費について、所得面からのダウンサイド・リスクは徐々に後退しているものの、なお慎重に見極める必要がある、との見解を示した。

複数の委員は、今後、個人消費が明確に増加していくとすれば、企業収益の増加を受けて今夏の賞与が増加するルートが考えられる、と述べた。ただ、企業が人件費を抑制するスタンスを続けているもとでは、企業収益の改善が家計所得にどの程度プラスに作用していくかは見通し難く、今春の雇用情勢や今夏賞与の動向をよくみていく必要がある、との見解を示した。さらに、別の複数の委員は、財政赤字の拡大や企業年金の財政悪化の中で、家計が将来に対する不安を抱いていることを、先行きのリスク要因として指摘した。

この間、一人の委員は、経済全体がせいぜい1%前後の成長といった中で、個人消費が顕著に増加することは望みにくく、また、可処分所得が減少する中で身の丈に合わせた消費を行っている結果として、消費性向がまずまずの水準を維持していることも踏まえれば、現在の消費動向を「平時」と捉えるべきではないか、とコメントした。

なお、ある委員は、99年11月以降、建設業の就業者が急減しているほか、大卒の就職未定者も増えてきていることから、いずれ失業率は上昇してくることが見込まれる、と述べ、雇用情勢に関し、他の委員よりも慎重な見方を示した。さらに、特別信用保証制度利用先の倒産が増加していることも指摘した。

これに対して、別の一人の委員は、ここ数年、従来型産業の就業者

数が減少する一方で、医療・福祉サービスや情報・財務・法務など企業向けサービス部門の就業者が増加していることを指摘し、中期的に日本の失業率が上昇してきた背景には、労働市場の流動化という構造変化要因も影響している、との見解を示した。そのうえで、こうした流動化の進展自体は、構造調整という観点からは前向きの動きと捉えることもできる、と述べた。

設備投資の先行きについて、多くの委員は、企業収益の回復など、投資環境が改善しつつある中で、各種の先行指標が増加していることを指摘し、先行き、設備投資が回復に転じる可能性は高まっている、との見方を示した。

ただ、これらの委員を含めた多くの委員は、企業のバランスシート調整の動きや構造問題なども踏まえると、設備投資の回復の展望がすでに明確になったとは言えない、との見解を示した。

そのうえで、これらの委員は、現在みられている前向きの動きが、先行き、どの程度の持続性や広がりを持っていくのか、今後公表される各種の設備投資アンケート調査の結果なども踏まえて、見極めていく必要がある、と述べた。

このうち一人の委員は、設備投資に持続性や広がりが伴っていく過程において、留意すべきポイントとして、今後、倒産件数の増加が予想されるが、これがどの程度に止まるか、企業のリストラの中には、これから表面化するものもあると考えられるが、これが経済全体にショックを及ぼすことがないか、今後、良好な経済指標が続いた場合、金融市場がどのように反応するか、といった点を挙げた。

この間、実体経済や株価などにみられる「二極化」の動きについて、何人かの委員が発言した。

ある委員は、二極化の事例として、家計セクターが不調である一方で、生産、機械受注等にみられるように企業セクターは改善していること、比較的好調な生産の内訳をみると、生産財が順伸している一方、最終需要財はなお98年頃の水準にあること、を挙げた。

別の何人かの委員は、日本経済の本格回復にとって構造改革が不可欠である以上、「全ての産業分野が上向く」といった形での回復は望みにくい、と述べた。このうち一人の委員は、今後、IT分野などの成長セクターが、どの程度経済全体を引っ張っていく力を持つていくのかが一つの注目点となる、と述べた。

また、複数の委員は、二極化のもとでは「良い分野」と「悪い分

野」が出てくるが、マクロ政策の観点からは、どちらか一方に焦点を当てて偏った判断をすることなく、経済全体の姿を慎重に把握することが重要だ、と述べた。さらに、別の一人の委員は、二極化現象のもとでは、経済全体やその平均値についての判断に対し、両方から違和感を持つ企業・産業が出てくる可能性がある」とコメントした。

この間、一人の委員は、先行きのリスク要因として、原油価格の上昇を挙げた。この委員は、今後OPECが多少の増産に踏み切ったとしても、米国のガソリン需給がタイトであることに引っ張られ、原油価格は今年中は高止まりする可能性が高い、との予想を述べた。

次に、物価の先行きと、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の判断について、議論が行われた。

多くの委員は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の内容について、需給要因、つまり需要の弱さに起因する物価低下圧力に注目すべきであり、こうした観点から、物価指数の動きの背後にある需給バランスや民間需要の動向をみていくことが大切だ、と述べた。

複数の委員は、「デフレ懸念払拭」の判断に際し、設備投資など民間需要の回復力に焦点を当てるという日本銀行の考え方は、市場などにも理解されつつあるのではないかと述べた。

こうした考え方に立って、多くの委員は、物価は当面、概ね横這いで推移するとみられるが、民間需要の回復力を十分に確認できているとはいえず、先行き、外生需要が減少した場合に物価に下方圧力がかかる可能性には、なお注意しておく必要がある、との見解を示した。こうした議論を経て、多くの委員は、前向きな材料が増えつつあるものの、現段階では「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」には至っていないとの見方を共有した。

このうち一人の委員は、原油価格や商品市況の上昇などを受けて、卸売物価は今後前年比プラスとなることも予想されることや、民間需要に明るい兆しもみられていることを踏まえると、「デフレ懸念の払拭」を巡る判断は、今後一段と難しい局面を迎える可能性がある、と述べた。

## ・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

多くの委員の金融経済情勢に関する認識は、景気は、このところ、持ち直しに転じている、企業収益の回復など、民間需要を巡る環境は改善を続けている、金融環境も緩和感が浸透している、もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない、物価は当面、概ね横這いで推移していくとみられるが、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力に対しては、引き続き留意する必要がある、といったものであった。

こうした認識を踏まえ、多くの委員は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」にはなお至っていない、との判断を共有した。この結果、当面の金融政策運営方針としては、ゼロ金利政策を続けていくことが適当であるとの見解が、大勢意見となった。

この間、前回（2月10日）および前々回（同24日）の金融政策決定会合に引き続き、金融政策の目標である「物価の安定」をどう考えるべきか、について、さまざまな観点から意見が出された。

まず、技術革新や流通効率化による物価下落圧力について、何人かの委員が発言した。

複数の委員は、技術革新や流通革命がもたらす物価の下落は、経済厚生の上につながる「良い物価下落」であり、デフレ的とは言えない、と述べた。そのうえで、何人かの委員は、こうした構造的な物価低下圧力が働き続けている中で、健全な経済の状態と統合的なインフレ率がはたしてどの程度なのかといった判断は、以前にも増して難しくなっている、とコメントした。

このうち一人の委員は、構造的な物価低下圧力のマグニチュードについて、分析・検討を進めていく必要がある、と述べた。

また、ある委員からは、物価と需給ギャップとの関係について言及があった。

この委員は、推計される需給ギャップが依然として大きいにもかかわらず、卸売物価のマイナス幅は急速に縮小しており、両者の関係は明らかに不安定化している、と述べた。さらに、その原因として、急速な技術進歩の下で、「会計上は減耗していないが現実には陳腐化して使えない」資本ストックが増えている結果、ギャップが過大推計されているのではないかと、その意見を述べ、需給ギャップと物価との関係についても再検討を行っていく必要性を指摘した。

さらに、複数の委員は、中央銀行として望ましいと考える中長期的

なインフレ率をどの程度とみるのか、また、供給面からの物価変動圧力にどう対処すべきかといった点について、できるだけコンセンサスを形成していくことが望ましい、との見解を述べた。

これに関連して、別の一人の委員は、中長期的に目指すべきインフレ率として、学界等には大別して、「ゼロ近辺」という見解と「ゼロより若干高め」との見解がある、と述べた。そのうえで、後者の主張は、物価指数のバイアスへの考慮、名目金利のゼロ制約を回避するための「のりしろ」の確保、賃金や物価の下方硬直性、などを理由に挙げており、それぞれの主張についてよく検討していく必要がある、と述べた。なお、その委員は、3番目の点について、日本の場合は、諸外国に比べて賃金や物価の下方硬直性が強くない、つまり、賃金や物価には下がりやすい面があることに留意する必要がある、との見方を付け加えた。

また、ほかの一人の委員は、日本経済はバブル期に非常に高い成長を続け、資産価格などに大きな歪みを生じた後、消費者物価上昇率はようやく3%程度に達したことを指摘した。そのうえで、こうした経験を踏まえると、日本の場合、健全な経済の状態と整合的な、中長期的に望ましいインフレ率は、欧米よりも低めである可能性が高く、欧米の例を日本に安易に当てはめるといったことは危険である、と述べた。

また、物価見通しなどの公表に伴う問題についても、何人かの委員が言及した。

ある委員は、すでに政策金利はゼロに行き着き、流動性も市場に行き渡っているもとで、物価に「目標」を設定することについては、現在、それを実現するためのオーソドックスな政策手段をほぼ使い尽くしていることから、結果的に政策のクレディビリティを損なう危険性が高く、適当でない、との見解を示した。

その一方で、この委員は、何らかの数値を「見通し」として示すことは検討に値するのではないかと述べた。さらにこの委員は、国民経済の健全な発展という観点からはインフレが最も問題であることから、「『インフレ』ターゲット」、「『インフレ』見通し」といった用語自体が適当とは思われない、として、その場合には「物価見通し」とすることが適切である、と述べた。そのうえで、中長期的に望ましい物価変化率については、ゼロを基本に考えていくべきではないかと述べた。

これに対し、別の一人の委員は、過去20年間、各種調査機関のイ

インフレ率の見通しと実績は、平均して1%程度乖離しており、物価見通しに誤差が伴うことは避けられない、と述べた。そのうえでこの委員は、最近の技術革新などの動きは、こうした誤差を一段と大きくする方向で作用しているため、中央銀行が物価の「見通し」を積極的に公表していくことについては、慎重に考えるべきである、との見解を示した。

こうした議論を踏まえ、何人かの委員は、「物価の安定」とは何かという問題について、中長期的視点から、日本銀行として総括的な検討を行っていくべきである、と主張した。

これらの発言を受け、議長は、次のような見解を示した。

前々回(2月10日)の金融政策決定会合において、金融政策運営の透明性向上という幅広い観点から、「物価の安定」の考え方について検討を深めることにつき、委員から賛同を得た。新日銀法が施行されてから約2年を経過し、「物価の安定」という中央銀行にとっての基本的な問題を総合的に検討する良い機会でもある。そこで、今後、この問題については、以下のような方法で検討を深めていってはどうか。

「物価の安定」の考え方について、すでに決定会合で出されている様々な論点を踏まえ、まず執行部で検討を行う。その際の具体的な検討課題としては、

- (a) 「物価の安定」の基本的な考え方
- (b) 物価指数を巡る諸問題
- (c) 日本の物価動向
- (d) 「物価の安定」に関する数値化(目標、見通し等)を巡る諸問題、

などが考えられる。

政策委員会では、執行部の報告も踏まえて検討を深め、最終的には、日本銀行として「物価の安定」の考え方に関する総括的な取りまとめを行う。

この過程で執行部が作成した資料で公表可能なものは、適宜、個別に公表していくことも考えられる。

一応の取りまとめの目処は、とりあえず、夏頃までとする。



さらに議長は、以上の方針につき、2日後（3月10日）の総裁記者会見で言及してはどうか、と述べた。

こうした議長の方針に対し、何人かの委員が、若干の留意点を指摘した。まず、複数の委員は、こうした検討を開始することが、例えばゼロ金利政策解除時期などとの関係で無用の憶測を招かないよう、あくまで中長期的な課題であることを丁寧に説明する必要があると指摘した。また、別の一人の委員は、「物価の安定」はきわめて奥深い問題であり、こうした検討を行っても、それで「全てがわかった」ということにはならないことには留意する必要がある、と述べた。さらにもう一人のほかの委員は、検討の進め方には論点に応じていろいろな方法があり得るので、適宜フレキシブルに考えていくのがよいだろう、と述べた。

ただ、これらの委員を含めた全ての委員が、議長の方針に賛意を示した。これを受けて議長は、この方針に沿って検討を進めるよう、執行部に指示した。

以上の議論とは別に、一人の委員が、新日銀法施行後2年間の経験を踏まえ、この際、金融政策決定会合の運営方法 例えば議事要旨等の公表スケジュールや開催の頻度など についても、透明性の一段の向上という観点からあらためて検討してはどうか、と提言した。別の一人の委員も、総括的な見直しを行うべきであり、それは大変有益である、と述べた。これを受け、全ての委員が、この提案に対しても賛意を示した。

こうしたやり取りを踏まえて、議長は、この問題についても論点を整理するよう、執行部に指示した。

この間、「ゼロ金利政策の維持」とは立場を異にする、2つの主張もみられた。

まず、一人の委員は、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を決定した昨年2月12日以前の状態に戻すこと すなわち、オーバーナイト金利を0.25%に引き上げること を主張した。

その理由として、この委員は、最近の経済指標などからみて、实体经济は、デフレ・スパイラル入りのリスクもあったゼロ金利政策導入時の状況から明らかに改善し、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」になっていると判断されること、ゼロ金利政策の長期化は、民間部門が資本の生産性を高めようとするインセンティブを弱め、今後の日本経済の発展にとって必要不可欠な構造改革を遅延させるお

それがあること、ゼロ金利政策の長期化は、経済主体のリスク感覚を弛緩させ、過度のリスクテイクを助長しかねないこと、を挙げた。

別の一人の委員は、CPI上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、また、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことを主張した。

その理由としてこの委員は、昨年10～12月GDPのマイナス予想が強いが、これは一過性のものではなく日本経済の実力を示すものであり、できるだけ早く潜在成長率と考えられる1.5～2.0%程度まで景気を加速するため、量的緩和に踏み切るべきであること、なるべく円高に振れないよう、pre-emptiveに量的緩和を図るべきであること、日本銀行の主たる責任が物価の安定である以上、「自己査定」のためにも物価目標を具体的数値で示すべきであること、日本銀行の「コーポレート・ガバナンス」が外部から見にくく、こちらから早くアクションを採らないと、外部から目標を与えられるおそれがあること、を主張した。

## ・政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- 最近の経済動向をみると、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業行動に前向きな動きもみられ、緩やかな改善が続いている。しかしながら、個人消費や設備投資といった、自律的回復の鍵を握る民需の動向は依然として弱い状況であり、現時点では財政面からの下支えの手を緩めることなく、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、民需中心の本格的な景気回復の実現に努めなければならないと考えている。
- こうした認識の下、政府は昨年11月に決定した経済新生対策に盛り込まれた諸施策を着実に実施すべく、平成11年度第二次補正予算の迅速な執行に努めるとともに、経済運営に万全を期すとの観点から平成12年度予算を編成した。この予算は2月29日に衆議院を通過し、現在参議院で審議中である。  
平成12年度予算における公債依存度が38.4%となるなど、わが国財政が危機的な状況にあることを踏まえれば、経済が本格的な回復軌道に乗った段階において、財政構造改革について

21世紀のわが国の経済・社会のあるべき姿を展望し、根本的な視点に立って必要な措置を講じていかなければならないと考えているが、経済が厳しい状況を脱していないことから、政府としては引き続き景気回復に万全を期すこととしている。

- 日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施とあわせて、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

経済企画庁からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 経済動向は、大蔵省からの出席者が発言したとおりである。
- 昨年10～12月期の動向を所得・供給・需要の各面からみると、供給（生産）や企業所得（収益）は拡大している一方で、需要面の指標には減少したものが多かった。これは、冬季賞与の減少やコンピューター2000年問題の影響、さらには、公共投資の端境期による減少といった一時的な要因が大きいとみている。  
本年入り後は、供給や所得の拡大が続いていることに加え、需要面でも、消費の増加や1月住宅着工の増加、公共工事着工件数の回復等がみられており、わが国の経済は、概ね政府が経済見通しで描いていたような回復過程を辿っていると考えている。こうした中で、公需から民需へのバトンタッチを円滑に行い、景気を回復軌道に乗せていくとともに、構造改革を強力に進めるため、経済新生対策をはじめとする政策の推進に全力を尽くしているところである。
- 日本銀行におかれては、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で、かつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

## ．採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、景気は、このところ、持ち直しに転じている、企業収益の回復など、民間需要を巡る環境は改善を続けている、金融環境も緩和感が浸透している、もっと

も、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない、物価は当面、概ね横這いで推移していくとみられるが、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力に対しては、引き続き留意する必要がある、といったものであった。

こうした認識を踏まえ、会合では、ゼロ金利政策を続けていくことが適当であるという意見が大勢を占めた。

ただし、一人の委員からは、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を採用した昨年2月12日以前の方針に戻すことが適当であるとの考えが示された。一方、別の一人の委員からは、CPI上昇率およびマネタリーベースの伸び率に目標値を設定するという量的緩和に踏み切ることが適当であるとの考えが示された。

この結果、次の3つの議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2000年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

## 議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

## 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、  
植田委員、田谷委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、昨年 10～12 月の GDP がマイナスとなると、マインドが後退するおそれがあるため、現在の政策のような受動的な現状維持的スタンスは採るべきではなく、より積極的なものに変更すべきであること、財政・金融政策を総合調整する指令塔が不在である中、金融政策は財政政策の効果が残っているうちにこれとシンクロナイズさせることが必要であり、一段の量的緩和を図るべきであること、現在の政策は、そのもとで採り得る選択肢が継続か解除しかありえない不連続な政策であり、段階的な緩和ができないこと、という理由を挙げて、上記採決において反対した。

篠塚委員は、最近の経済指標等から判断しても、経済情勢は着実に改善しており、ゼロ金利政策を解除できる状況となっていると判断されること、ゼロ金利政策が長びくほど、経済の本格回復に不可欠な構造改革の動き自体を阻害するおそれがあること、ゼロ金利政策の長期化を前提とした市場行動が目立ってきているなど、副作用が時間の経過とともに大きくなっていること、を理由として、上記採決において反対した。

## ・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定され、それを掲載した金融経済月報を3月10日に公表することとされた。

以 上

(別添)

平成12年3月8日

日本銀行

### 当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（賛成多数）。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

以上

( 2000年3月24日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2000 年 3 月 24 日 ( 9:00 ~ 13:13 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	速水 優 ( 総 裁 )
	藤原作弥 ( 副 総 裁 )
	山口 泰 ( " )
	武富 将 ( 審議委員 )
	三木利夫 ( " )
	中原伸之 ( " )
	篠塚英子 ( " )
	植田和男 ( " )
	田谷禎三 ( " )

4 . 政府からの出席者 :

大蔵省 林 芳正 政務次官 ( 10:45 ~ 13:13 )

原口恒和 大臣官房総務審議官 ( 9:00 ~ 10:45 )

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長 ( 9:00 ~ 13:13 )

( 執行部からの報告者 )

理事	黒田 巖
理事	松島正之
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画室参事	稲葉延雄
企画室企画第 1 課長	雨宮正佳
調査統計局	吉田知生

( 事務局 )

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室審議役	村山俊晴
企画室企画第 2 課長	田中洋樹 ( 9:00 ~ 9:35 )
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	内田真一
企画室調査役	山岡浩巳



## ・前々回会合の議事要旨の承認

前々回会合（2月24日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月29日に公表することとされた。

## ・「当座預金取引の相手方である証券会社および証券金融会社が発行するCPの買入対象としての取扱」に関する決定

### 1．執行部からの提案内容

昨年9月21日の金融政策決定会合において、従来日本銀行が適格担保・オペ対象としてきた「当座預金取引の相手方である証券会社および証券金融会社が発行するコマーシャル・ペーパー（CP）」について、適格担保・オペ対象としない扱いとすることを決定した。ただし、当時のCPオペにおける買入状況等を踏まえ、2000年3月末までに買い入れたものについては、引き続き適格とする経過措置を設けていたところである。

今般、この経過期間が満了することに伴い、所要の手続きを整備する必要がある。具体的には、前述のCPについて、買入日が4月3日以降となるCPオペから、買入対象としない扱いとしたい。

### 2．委員による検討・採決

以上の執行部提案について採決を行った結果、全員一致で決定、即日公表されることとなった。

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（3月8日）で決定された金融市場調節方針<sup>1</sup>に沿って運営し、オーバーナイト金利は概ね0.02%での推移を続けた。

---

<sup>1</sup> 「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。」

前回会合以降の特徴的な動きとしては、以下の2点が挙げられる。

まず、3月16日以降、日本銀行は、いわゆる「積み上幅」の公表を取り止めた。その後しばらくの間、市場では「積み上幅」を独自に計算し、これが従来同様1兆円となっているかどうか注目する向きが多かった。しかし最近では、「積み上幅に注目してもあまり意味がない」といった認識が、徐々に広がりつつあるように窺われる。

次に、期末越えのターム物金利が上昇しており、これにつれて、オーバーナイト金利にも上昇圧力がかかりやすい状況となっている。こうしたもとで日本銀行は、年度末越えの資金を積極的に供給するなど、市場の安定に努めている。

## 2. 為替市場、海外金融経済情勢

### (1) 為替市場

円の為替相場は、3月半ばにかけて、日本の景気回復期待の高まりなどを受けて、一時104円台まで上昇した。もっとも、その後は、米国の良好な経済指標の公表や、これに伴う米国株価の持ち直しなどを受けて円安気味の展開となり、最近では107円台と、前回会合時とほぼ同様の水準で推移している。

### (2) 海外金融経済情勢

前回会合以降、ECB（欧州中央銀行）が3月16日に、米国FRBが同21日に、それぞれ政策金利の引き上げを行った。これらの措置は、概ね市場の予想通りであった。市場では、米国の政策金利であるFFレートは2000年中に6.5%程度まで引き上げられるとの見方が多い。

米国では、2月の消費者物価や生産者物価が比較的落ち着いた動きとなったことなどを受けて、長期金利は緩やかに軟化している。株価をみると、NYダウは反発し、NASDAQ指数も振れを伴いつつ既往最高値圏内で推移している。この間、株価指数の中で最もカバレッジの大きい「ウィルシャー5000指数」は既往ピークを更新するなど、株価は総じて堅調に推移している。实体经济をみると、個人消費や設備投資の高い伸びを背景に、生産は引き続き増加傾向にあり、経済にスローダウンの兆候はみられない。

ユーロエリアでも、輸出の好調に加え、個人消費など内需も増加基調を辿っており、景気は拡大傾向にある。こうした中で、2月の消費者物価（HICP総合ベース）前年比は、ECBが「物価安定」の目

処としているレンジの上限（+2.0%）まで上昇している。

東アジアでも、景気回復の動きが続いている。各国とも総じて、99年第3四半期に比べ、第4四半期の成長率は一段と加速しており、タイとインドネシア以外の国々では、経済活動の水準が97年の危機以前のレベルを既に超えたか、もしくは本年中に超える情勢にある。こうした中で、香港とインドネシアを除く国々では、輸出に加え内需も改善しつつあり、特に韓国ではそうした傾向が目立っている。この間、中国でも、最近では内需が持ち直しつつあり、景気は底入れしたように窺われる。

### 3．国内金融経済情勢

#### （1）実体経済

前回会合以降に公表された経済指標をみると、まず、2月の公共工事請負金額は第二次補正予算分の工事発注の本格化に伴い、比較的大幅な増加となった。こうしたことからみて、先行き、公共投資は再び増加していくことが予想される。一方、住宅金融公庫の申込件数は減少しており、住宅需要の基調的な弱さを示す内容となっている。

次に輸出面であるが、2月の通関統計をみると、輸出は再び、かなりの増加を示している。昨年末にかけての輸出の伸び悩みはY2K要因などを反映した一時的なものであったことがほぼ確認され、海外景気が全体として拡大する中、輸出は増勢を続けている。

個人消費関連では、2月の小売販売統計は、春物衣料などを中心に総じて底固い動きとなっており、3月入り後も、ヒアリング等から窺う限り、底固い推移を続けている模様である。1月の旅行取扱額も増加しており、ゴールデン・ウィーク中の旅行予約状況もますますとなっている。消費者コンフィデンスも改善しており、この面から個人消費が下押しされるリスクは後退しているとみられる。

企業部門の動向をみると、売り上げの増加やリストラ効果を受け、収益やキャッシュフローの増加傾向が一段と明確になっている。この間、第3次産業活動指数も、昨年後半以降、緩やかな上昇傾向が続いている。こうした中で、昨年10～12月の法人季報やGDP速報において、設備投資が既に増加となっているほか、機械受注も12月の大幅増加に続いて1月も増加するなど、設備投資の関連指標はこれまでみていたよりも総じて強めであり、設備投資は下げ止まりから緩やかな増加に転じたものと判断される。ただ、個人消費を含めた民間需要全体

の立ち直りには、なおしばらくの時間を要するとみられる。

このように、景気は、これまでの外生需要に依存した持ち直し局面から、民間需要を軸とした自律回復局面への入り口にさしかかりつつあり、企業収益の好転など民間需要を巡る環境の改善が続いている点からみて、この先民間需要へのバトンタッチがスムーズに運ぶ可能性も高まってきている。今後、短観や家計所得の動向などを、さらに点検していく必要がある。

## (2) 金融情勢

短期金利の動向については、先ほどの金融市場調節に関する執行部説明のとおりである。

長期金利は、最近の好調な経済指標の公表などを受けて幾分水準を切り上げ、最近では再び1.8%台半ばとなっている。株価は、一時1万9千円前後まで軟化したが、その後は再び持ち直し、現在は1万9千円台後半で推移している。今後、3月末から4月初にかけて公表される各種の経済指標に長期金利や株価がどのように反応するかが、一つの注目点であると思われる。

金融の量的側面をみると、2月のマネーサプライ(M2+C D)前年比は+2.1%と、1月(同+2.6%)から伸び率が低下した。この背景としては、まず、多くの企業が既にキャッシュフローを下回る水準まで設備投資を圧縮している中、キャッシュフロー自体が増加傾向にあるため、外部資金への需要が出にくく、また、企業が債務圧縮を進めていることが挙げられる。こうした中で、特に2月については、投信への資金シフトがM2+C Dの伸び率を押し下げる要因として働いており、1月から2月にかけての伸び率の低下分(-0.5%ポイント)のうち-0.4%ポイント程度が、この資金シフト要因によるものとみられる。3月入り後は投信への資金シフトの動きは一段落している模様であるが、一方で4月には郵貯が大量満期を迎えるという要因もあり、そのマネーサプライへの影響には注意が必要であろう。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### (1) 景気の現状と先行き

会合では、前回会合(3月8日)以降に明らかになった経済指標等の評価を中心に議論が交わされた。

多くの委員は、前回会合以降、設備投資関連などで好調な指標が目立っており、企業部門を中心にプラスの材料が増えてきていることを指摘した。ただ、現時点では、前回会合における基調判断（「景気は、このところ、持ち直しに転じている。こうしたもとで、企業収益の回復など、民間需要を巡る環境は改善を続けている。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。」）を大きく変えるかどうかについては、今後公表される3月短観の調査結果などを待ちたい、という点でも、委員の見解は概ね一致した。

まず、公共投資について、何人かの委員は、2月の公共工事請負金額がかなりの増加となったことに言及した。これらの委員は、第二次補正予算分の工事発注の本格化が指標面にも表れており、先行き、公共投資は再び増加していく可能性が高い、との見方を示した。

この間、ある委員は、地方財政の減少がはっきりしてきており、地公体の地方単独事業費は自治省が当初想定していたレベルに比べ1.6兆円程度下振れし、前年度当初予算12～13%の大幅減となろう、との見通しを述べ、公共事業の先行きについてやや慎重な見方を示した。

次に輸出について、多くの委員は、米国や欧州、アジアなど世界経済が総じて回復・拡大し、日本経済の改善をサポートする状況が続いていること、こうした中で、統計上も年明け後の輸出が再び明確に増加する姿が確認されていること、を指摘した。そのうえで、輸出は増勢を続けている、との見方を共有した。

次に、企業部門の動向について、議論が行われた。

まず企業収益について、多くの委員は、生産・販売数量の増加やリストラ効果などにより、収益の改善傾向が一段と明確になってきており、また、産業別・企業規模別にみても増益となるセクターが増えているなど、収益改善の裾野も広がってきている、との見解を示した。このうち一人の委員は、企業収益の改善は、景気回復メカニズムの重要な一段階であるが、最近の動きは、こうしたメカニズムがはっきりと作動しつつあることを示している、とコメントした。

ただ、ある委員は、産業界の視点からみると、99年度中の企業収益の回復は、輸出の増加、リストラ効果、ゼロ金利による金利負担の軽減、等に支えられたもので、収益基盤はなお脆弱であり、また、内需の増加による収益回復に自信を感じている産業は、一部IT関連産業などに限られている、とコメントした。

一方、別の複数の委員は、前向きな材料として、民間諸機関の企業

収益に関する調査結果を紹介した。すなわち、殆どの調査は、99年度はリストラに支えられた減収・増益の姿を示しているが、2000年度については、幅広い業種で増収・増益の見通しとなっている、と指摘した。なお、このうち一人の委員は、最近、企業が退職給付債務の積立不足を前倒し処理する動きが目立っており、これが数字上は99年度の当期利益を下押しする可能性がある、と指摘した。ただ、企業がこうした対応がとれるだけの体力をつけてきたという意味では、こうした動きはむしろ前向きに評価できる、とコメントした。

さらに設備投資について、大方の委員は、前回会合以降、総じて好調な指標が目立ったことを指摘した。すなわち、昨年10～12月期の法人季報やGDP速報において、既に設備投資が増加していること、1月の機械受注が増加し、これにより、建築着工床面積や建設受注なども含め、各種先行指標が軒並み増加する姿となったこと、諸機関の2000年度設備投資アンケート調査をみると、日本政策投資銀行の調査では製造業、非製造業ともに前年比プラスとなったほか、日本経済新聞社の調査でも製造業は前年比プラスの計画となっていること、などが示された。

そのうえで、多くの委員は、設備投資は底を打ち、緩やかな増加に転じているとみられる、との判断を示した。このうち一人の委員は、生産の増加や企業収益の回復といった投資環境の改善が、ようやく支出活動につながり始めたようにみられる、とコメントした。

もっとも、ある委員は、設備投資は循環的にみれば底を打ったが、業種別に内容をみると、精密・輸送・電気機械や食品といった、有利子負債対売上高比率が低いごく一部の業種が投資を行った結果に過ぎず、力強さに欠けていると述べた。

続いて、設備投資の先行きについて、議論が行われた。

何人かの委員は、設備投資の先行きについて、いくつかの前向きの材料を挙げた。すなわち、日本政策投資銀行の調査によれば、2000年度の設備投資をはっきり減らすと計画している先も、鉄鋼や建設、不動産など一部の業種に限られてきていること、通産省の「鉱工業生産活動分析」によれば、日本のIT関連投資の設備投資全体に占めるシェアは近年急速に拡大し、今や米国並みに近づいており、IT関連の動きが幅広い業種に波及しやすくなっているとみられること、第3次産業活動指数の増加や広告取扱高の好調、さらには、建築着工や建設受注の伸びが示すような建設投資の増加など、企業セクターの

前向きの動きが、製造業やIT関連産業から非製造業にも広がる兆しが窺われること、大蔵省の景気予測調査（2月）によれば、製造業・中小企業の2000年度設備投資計画がこの時期の調査としては珍しく既に前年比プラスとなるなど、中小企業の設備投資にも動意がみられること、などが指摘された。

さらに、一人の委員は、設備投資は今後、ある程度の持続性と広がりをもって増加していくと予想され、こうしたことを踏まえると、既に「民間需要の自律的回復」が展望できる情勢に至っているといえるのではないかと述べた。

すなわち、この委員は、95～96年の一部業種（移動体通信等）の設備投資は、十分な広がりを持つには至らなかったが、今回の局面では、設備投資の増加の動きは、ある程度の広がりや持続性を持っていく可能性が高い、と述べた。その理由としてこの委員は、95～96年当時と比べれば、損益分岐点の低下などが示すように企業はリストラを通じて収益体質を改善させていること、過去、稼働率指数が98程度になると設備投資が活発化する傾向がみられるが、昨年末以降、稼働率指数は既にこの水準に達していること、ここ数年の投資抑制により、既存設備の老朽化やストック調整が進んでいること、を挙げた。

しかしながら、多くの委員は、先行き、設備投資がある程度の持続性と広がりをもって回復していくのかどうか、現時点ではなおみきわめ難く、3月短観の調査結果などを踏まえて判断していく必要がある、との立場をとった。

このうち一人の委員は、先行指標の動きからみて、今後2、3四半期の間、設備投資は増加する可能性が高い、との見方を示した。ただ、この委員を含めた複数の委員は、日本政策投資銀行の調査では、この時期の調査は低めに出るのが通例とはいえ現段階ではゼロに近いわずかな増加が見通されているに過ぎず、まだ「下げ止まり」の範囲内とも考えられる、と指摘した。

また別の一人の委員は、機械受注が足許増加しているのは、海外投資のウエイトが高まっていることによる面もあり、機械受注の増加が国内設備投資の増加を通じて生産・雇用の増加につながる面は、かつてよりかなり小さい、との見方を述べた。

さらに別の一人の委員は、企業部門の中で二極化が進み、「まだら模様」の様相が顕著となっているが、金融政策の観点からは、これらの総体としてのマクロ経済全体の姿を正確に捉えていくことが重要だ、と述べた。ただ、そうはいつても、前向きの投資の動きが、現状で

はIT関連分野に偏っていることは否めず、さらに、多くの企業が過剰設備を抱え、バランスシート調整を進めていること、などを踏まえれば、設備投資回復の持続性や広がりについては、なお不確定要素が大きい、と指摘した。

個人消費について、何人かの委員は、年明け後の販売統計が総じて持ち直しており、コンフィデンス関連の指標も改善していることを指摘した。ただ、前回会合以降新たに入手できた情報が限られていることもあり、これまでの判断を変えるほどの材料はない、という点でも、委員の見解は概ね一致した。

なお、このうち一人の委員は、生産が増加しているもとの、労働分配率は低下していること、を考え併せれば、企業部門の改善が家計部門の改善に先行することは、ごく自然な成り行きであろう、と述べた。そのうえで、景気回復に向けた動きが着実に進んでいることと、現時点での個人消費が一進一退の動きに止まっていることとは、それ自体矛盾するものではない、とコメントした。

次に、個人消費の先行きについて、議論が行われた。

一人の委員は、消費者コンフィデンスの面からのダウンサイド・リスクが後退している中、今後の個人消費を展望するに当たっては、雇用・所得環境が鍵となる、と述べた。さらに、流通の構造変化等が生じているもとの、既存の販売統計から消費動向を把握していくにはおのずと限界があると考えられ、その意味でも、個人消費の動向を判断するためには、所得の動きをみていくことが重要だ、と付け加えた。

そのうえで、この委員を含めた何人かの委員は、企業のリストラの動きなどを踏まえると、企業収益の回復が雇用・所得環境にどの程度前向きの影響を及ぼしていくのか、注意深くみていく必要がある、との見解を示した。

別の一人の委員は、経済全体として、GDPがせいぜいプラス1%前後といった低成長となっている中で、所得の改善はなかなか見込めず、消費レベルの回復には時間がかかること、金融不安の後退などを受けて、所得が伸びない中での身の丈にあった消費ということで、消費性向はすでにかんがりの水準まで回復していること、などを踏まえれば、現在の個人消費の姿は、「平時に復した」と捉えるべきではないか、と述べた。

一方、また別の一人の委員は、現在、生産の増加傾向が続いているもとの、雇用・所得環境も安定した動きになってきており、今後もこ



うした経済の改善傾向が続いていくなれば、これに合わせて所得も緩やかに増加していくことが見込めるのではないか、との見解をとった。

この間、さらに別の一人の委員は、今年の春闘の争点は「ベア」よりも「雇用の確保」にある模様であり、実際に、高齢者の再雇用制度の拡充などの動きもみられる、と述べた。そのうえで、仮にベア率が低水準にとどまったとしても、企業部門の改善が雇用確保の面で何らかの具体的な動きにつながれば、将来不安の後退といったコンフィデンスの面から、個人消費にプラスの影響を及ぼすこともあり得るのではないか、とコメントした。

この間、ある委員は、景気動向指数などについての解釈を述べた。

すなわち、この委員は、DI（ディフュージョン・インデックス）、CI（コンポジット・インデックス）のいずれをみても、景気は今年の4～6月に底を打って反転し、ここへきて量感的にも過去の回復局面の平均的な水準に追いついてきており、また、本年9～11月頃までは景気の回復が続く、との見方を示した。ただ、昨年10～12月のGDP速報をみると、家計と企業の2極分化が進み、公的資本形成もモメンタムを失ってきている、日本企業のROAは低く、リストラが不徹底である、こうした中で、割引キャッシュフロー法等を通じた収益計算をしっかりと行わずに設備投資を実施する企業が多い可能性が高く、先行きのさらなるROAの低下につながるおそれが強い、と述べた。さらに、個人消費に関し、年明け後のスーパーやコンビニ等の販売状況は総じて悪い、との解釈を示し、実体経済全般について、他の委員よりもかなり慎重な見方を示した。

さらにこの委員は、先行きのリスクとして、原油価格の動向と、米国株価の動向を挙げた。すなわち、産油業者に売りつなぎの動きが出ているといった原油先物市場の状況の中で、3月27日のOPEC総会の結果次第では本年の原油価格は乱高下する可能性が高いと述べた。また、米国の株、債券、モーゲージ等の市場はFRBの利上げを無視して上昇が進む状態であり、特に株価については3月21日に5回目の利上げをしたにもかかわらずその翌日にS&P500が最高値を付けるなど、バブルの最終局面を迎えている、と主張した。

物価動向について、多くの委員は、物価は当面横這い圏内で推移するとみられるが、先行き、需要の弱さに起因する物価低下圧力には引き続き注意していく必要がある、との見解を概ね共有した。

ただ、一人の委員は、原油価格など国際商品市況の上昇には、OP

ECの減産などに加え、海外景気全体の拡大・回復も寄与している、と指摘した。そのうえで、世界的に物価上昇圧力が高まっている中で、日本だけがこうした圧力と無縁とは言い難いのではないかとコメントした。

次に、物価を巡る構造的な問題などについて、議論が行われた。

一人の委員は、経済の改善傾向などを反映して、国内卸売物価の前年比マイナス幅が縮小している一方で、消費者物価がやや弱めの動きとなっていることをどう考えるか、との問題提起を行った。この委員は、構造変化や統計上のサンプル替えといった要因が消費者物価に影響を与え続けていくとすれば、今後、景気が改善を続ける中で消費者物価は若干のマイナスを続ける可能性も考えられる、と指摘した。

別の一人の委員も、消費者物価については、規制緩和や流通システム効率化による低下余地がなお大きい、との見方を示し、消費者物価に構造的な低下圧力がかかり続ける可能性を指摘した。ただ、こうした物価低下圧力は「デフレ的」とはいえず、むしろ、規制緩和による物価低下の実現は、経済厚生を増加させるという意味では、財政赤字を拡大しないある種の景気対策とみることもできるのではないかとともに付け加えた。

一方で、複数の委員は、技術革新や流通革命、さらには統計上のサンプル替え等による物価下落と、「需要の弱さを反映した、デフレ的な物価下落」とを識別することは、現実にはそう簡単ではない、との指摘を行った。

このうち一人の委員は、これらを識別する判断基準を敢えて挙げるとすれば、企業収益の動向ではないかと、この見解を示した。すなわち、企業収益全体が 販売価格の引き下げが販売数量の増加によって補われる形で 改善を続けるならば、こうした中での物価の下落は「デフレ的」とは言いにくい、と述べた。そのうえで、昨年末にかけて消費者物価が弱含む中で、企業収益の回復が法人季報などから確認されたことは、一つの重要な情報と考えられる、とコメントした。

この間、別の一人の委員は、技術革新や流通革命による物価の下落を、政策の観点からどう考えるかということ自体、複雑な論点を含む事柄であり、今後日本銀行が「物価の安定」について総括的に検討していく中では、この問題も取り上げていく必要がある、と指摘した。

## (2) 金融面の動き

金融面については、大方の委員が、景気回復をサポートする良好な

環境が維持されている、との見方を示した。

ある委員は、このところ比較的好調な経済指標が目立っている中で、長期金利がきわめて低い水準での推移を続けていることに言及した。この委員は、債券市場は、経済指標そのものよりも、これを受けた日本銀行の政策運営スタンスに注目する傾向が強いのではないかと、こうした中で、市場が「日本銀行は当分ゼロ金利政策を解除しない」と思い込んでいることが、相場形成を歪めているおそれはないかと述べた。

これに対し、別の一人の委員は、金利のイールドカーブや先物金利などをみても、市場金利は、経済指標や、これらから推察される将来の政策金利変更の可能性など、さまざまな要因を反映して形成されているようにみられる、と述べた。そのうえで、長期金利が低位にとどまっている背景としては、市場参加者の景気・物価の先行きに対する見通しが、依然として慎重であることが挙げられるのではないかと、この見解を示した。

金融の量的側面について、ある委員は、銀行の貸出姿勢が徐々に前向きになっている中で、最近では、中小企業のうちの「勝ち組」企業から、資金需要が少しずつ出てきている模様である、と述べた。ただ、

ITのハードウェア関連企業は減価償却の水準が大きいいため、この分野で投資が増加しても、なかなか外部資金への需要に結び付きにくいこと、有望なベンチャー企業は資本市場での調達に依存する傾向が強いこと、なども踏まえれば、先行き、銀行貸出はなかなか伸びにくい状況が続くのではないかと、この見方を示した。

この間、別の一人の委員は、2月にみられたようなM2 + CDから投信への資金シフトは、一頃のような大きな金融システム不安が後退していることの一つの表れともみられる、とコメントした。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営の基本的な考え方が検討された。

前述のとおり、金融経済情勢に関し、多くの委員は、前回会合以降、比較的良好な経済指標が目立っていることを指摘し、設備投資は下げ止まりから緩やかな増加に転じている可能性が高い、との見方を述べた。

ただ、同時に多くの委員は、現時点ではまだ、民間需要の自律的回復の展望がはっきりと得られたとまではいえない、との見解をとった。そのうえで、こうした状況のもとでは、需要の弱さに起因する先行きの物価低下圧力には、引き続き注意していく必要があり、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったとまではいえない、との見解を、概ね共有した。

このため、当面の金融政策運営方針としては、現在のゼロ金利政策を続けていくことが適当であるとの見解が、大勢意見となった。

この間、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」や、「民間需要の自律的回復の展望」の判断基準について、議論が行われた。

一人の委員は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の判断については、これまでの決定会合における議論を通じて、民間需要の自律的回復力に焦点を当てる、その際、設備投資を起点として個人消費につながっていくメカニズムを重視する、といった考え方が、概ね確立されてきているのではないかと述べた。そのうえで、最近の設備投資関連の指標は、民間需要の自律的回復の動きを窺わせる重要な材料ではある、との見解を示し、今後、設備投資回復の持続性や広がり、雇用・所得面の底固さ すなわち、雇用・所得環境がこれ以上悪化しないかどうかといった点 について点検を続けていくことが適当である、と述べた。

こうした見解に対し、別の一人の委員は反論を提起した。すなわち、この委員は、日本経済全体が低成長に移行しているもとでは、設備投資や個人消費などあらゆる需要項目が指標上も明確に増加していくといったことは、現実には展望し難いのではないかと述べた。また、例えば3月短観も含め、この時期の設備投資調査はあまり高い数字とならないのが通例であることなどを踏まえれば 結局、ゼロ金利政策はなかなか解除できないということにならないか、こうした中でゼロ金利政策を続けていくと、日本経済が真に必要としている構造改革の動きを阻害し、中長期的には経済にマイナスの影響を及ぼしてしまうのではないかと述べた。

この点に関し、また別の一人の委員は、「民間需要の自律的回復」の判断基準について、次のような3通りの考え方への整理を試みた。すなわち、設備投資の回復さえ確認できれば、いずれ雇用・所得環境の改善を通じて個人消費にも波及すると予想されるため 民間需要の自律的回復の条件は一応整ったとの考え方、設備投資の回復に加え、雇用・所得環境の底固さをもう少し確認していく必要があ

るという考え方、および、設備投資に加え、個人消費についても計数的に明確に立ち上がるのを待つという考え方、があり得ると述べた。そのうえでこの委員は、現在の状況のもとでは、自分としてはに近い立場をとりたい、と発言した。

さらに別の一人の委員は、現在の個人消費の状況は「平時」と捉えるべきであり、個人消費の点だけでいえば、「これ以上さらに個人消費が伸びないとゼロ金利政策を脱却できない」とは考えていない、と述べた。ただ、この委員も、現時点では、企業部門の回復の持続性や広がりが十分確認されていないため、ゼロ金利政策の維持が妥当だと考えている、と発言した。

この間、ある委員からは、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」の判断には、イングランド銀行の例などを参考に、マクロモデルのシミュレーション結果を一つの有力な材料としていけばよいのではないか、との意見が示された。

次に、日本銀行の政策スタンスと金融市場との関係について、議論が行われた。

ある委員は、これまでの決定会合において、「ゼロ金利政策を円滑に解除する上でも、市場が先行きの政策をある程度織り込める環境を作っていくことが重要」といった見解が示されており、そうした考え方に異論はない、と述べた。そのうえで、長期金利の動向などからみて、市場参加者は、日本銀行自身が考えている以上に、ゼロ金利政策解除の可能性を過小評価している可能性もあるのではないか、との問題を提起した。

さらにこの委員は、日本銀行として、市場の反応を受け身で待つのではなく、政策運営についての考え方を積極的に市場に伝えていく努力を続けていくべきであり、それが、ゼロ金利政策解除のショックを和らげるうえでも有効であろう、と主張した。さらに、その点では、金融経済月報の基本的見解の表現などにも工夫の余地があるのではないか、と述べた。

これに対し、別の複数の委員は、市場は、公表される経済指標など日本銀行がみているものとほぼ同様の情報をもとに、景気・物価の先行きや、将来の政策金利変更の可能性などについての期待を形成しているはずであり、日本銀行の見方と市場の見方との間にズレがあるのか、また、それがどちらの方向のズレかは、先験的にはわからないのではないか、との見解を示した。ただ、そのうえで、日本銀行の考え方を正しく市場に伝えていくことが重要だという結論につい

ては異論はない、と述べ、さらに、月報の基本的見解については、我々が判断した経済の姿を正確に書いていくということに尽きる、と付け加えた。

こうした議論を踏まえ、さらに別の一人の委員は、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」を判断するうえで、このところ前向きの材料が増えていることは確かであるので、次回の会合では 3月短観の結果も明らかになっていることでもあり、景気の基調判断をどの程度進めることができるか、また、それをどのように市場に伝えていくか等について、しっかり議論したい、と締めくくった。

なお、「ゼロ金利政策の維持」とは立場を異にする、2つの主張もみられた。

まず、一人の委員は、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を決定した昨年2月12日以前の状態に戻すことすなわち、オーバーナイト金利を0.25%に引き上げること、を主張した。

その理由として、この委員は、最近の指標などからみて、設備投資は既に増加に転じるなど、民間需要の自律的な回復の展望が開けつつあり、経済の状況は、デフレ・スパイラル入りのリスクもあった昨年2月当時の「緊急事態」といった状況から、明らかに好転していること、こうした状況のもとでゼロ金利政策を続けていくと、日本経済が真に必要な構造調整を阻害し、中長期的には経済にマイナスの影響を及ぼしかねないこと、市場が金利上昇リスクに鈍感になるなど、ゼロ金利政策が長期化するほど、その副作用が増大しているように窺われること、を挙げた。

別の一人の委員は、CPI（消費者物価指数）上昇率に目標値を設けたうえで、マネタリーベース・ターゲティングに移行し、その実現のために日銀当座預金残高を増やすことを主張した。

その理由として、この委員は、最近、CPIが前年比マイナスとなっている中で、個人消費は脆弱であり、先行き、CPIはさらに下がる可能性があること、昨年10~12月のGDP速報が前期比マイナスとなり、GDPデフレーターはマイナス幅も拡大していること、地価の下落が続いており、不良資産が増加するおそれがあること、生産数量は伸びても販売価格は伸びておらず、景気は「数量景気」にとどまっていること、財政の下支えによる sustainable な回復ではなく、民間の借入需要がみずから増えていくような self-sustaining な景気回復を実現する必要があること、を挙げた。

## ．政府からの出席者の発言

会合の中では、大蔵省からの出席者より、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は、全体として需要の回復が弱く、厳しい状況をなお脱していない。しかし、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響から、景気は、緩やかな改善が続いている。企業の活動に積極性もみられるようになるなど、自律的回復に向けた動きが徐々に現れている。政府としては、財政面からの下支えの手を緩めることなく、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、民需中心の本格的な景気回復の実現に努めなければならないと認識している。
- 3月17日に平成12年度予算が成立し、政府としては、この円滑かつ着実な執行に努めていく所存である。具体的には、公共事業等について、年度開始後直ちに着手できるよう、いわゆる「箇所付け」の協議・承認を速やかに行ってまいりたい。  
なお、財政構造改革についても、今後、国と地方との関係や医療年金福祉等の社会保障分野も含め、幅広い視野から検討していく必要があると考えているが、現在のところは、景気回復に最善を尽くすことが、引き続き大事であると認識している。
- 日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施とあわせて、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

経済企画庁からの出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 最近の経済動向をみると、全体として需要の回復が弱く、厳しい状況をなお脱していない。しかし、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響から、景気は緩やかな改善が続いている。企業の活動に積極性もみられるようになるなど、自律的回復に向けた動きが徐々に現れている。なお、昨年10～12月のGDP速報は前期比-1.4%となったが、これは、公共事業の執行が端境期となるなど一時的な要因による面が大きいと考えている。本年入り後は、消費、生産、企業収益などで明るい動きが

みられており、経済は、概ね政府経済見通しで描いた回復への過程を辿っていると考えている。政府としては、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、景気を本格的な回復軌道に乗せていくとともに、揺るぎない構造改革を推進するため、経済新生対策を初めとする諸施策を引き続き推進していく所存である。

- なお、2月の月例経済報告の際、総理大臣より、消費や投資の実態の早期かつ確かな把握につき、さらに改善を図ることを検討するようにとの発言があった。これを受けて、特に個人消費の統計についてどのような改善が可能か、経済企画庁と総務庁が共同で研究を行うことになった。今後、有識者の意見も聞きながら、できるだけ早期に改善の方向を出してまいりたい。
- 日本銀行におかれては、経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富でかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたい。

## 採決

多くの委員の認識をあらためて総括すると、景気は、足許、持ち直しに転じている、こうしたもとで、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は徐々に改善しつつあり、設備投資は下げ止まりから緩やかな増加に転じているとみられる、金融面の良好な環境も維持されている、ただ、現時点で民間需要の自律的回復の展望が得られたとまではいえず、設備投資回復の持続性や広がり、さらには、先行きの雇用・所得環境について、なお注意深く情勢の展開をみきわめる段階にある、したがって、物価は当面概ね横這いで推移していくとみられるが、需要の弱さに起因する潜在的な低下圧力については引き続き留意する必要がある、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったとまではいえない、というものであった。

こうした認識を踏まえ、会合では、現在のゼロ金利政策を続けていくことが適当であるという意見が大勢を占めた。

ただし、一人の委員からは、金融市場調節方針を、ゼロ金利政策を採用した昨年2月12日以前の方針に戻すことが適当であるとの考えが示された。一方、別の委員からは、CPIの上昇率に目標値を設定したうえで、本格的な量的ターゲットに踏み切ることが適当であると



の考えが示された。

この結果、次の3つの議案が採決に付されることとなった。

篠塚委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

中原委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「中期的な物価安定目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引き上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2000年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

#### 議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添1のとおり公表すること。

#### 記

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

### 採決の結果

賛成：速水委員、藤原委員、山口委員、武富委員、三木委員、  
植田委員、田谷委員

反対：中原委員、篠塚委員

中原委員は、消費者物価が下落気味となっていること、インフレ・リスクはなく、ここで1.5～2.0%の経済成長に向けた active な政策をとるべきであること、ゼロ金利政策の導入以降1年以上が経過し、その効果が減衰しているとみられること、ゼロ金利政策は抽象的な表現が多いため、先行きの物価やGDPについての予測値を示し、アカウンタビリティを果たすべきであること、を理由に、上記採決において反対した。

篠塚委員は、実体経済は、デフレ・スパイラル入りのリスクもあったゼロ金利政策導入時の緊急事態を脱し、明らかに改善していること、こうした中で、最近では設備投資関連を中心に好調な経済指標が目立っているなど、民間需要の自律的回復が展望できる情勢になっているとみられること、ゼロ金利政策が長期化するほど、構造改革の阻害や、市場参加者のリスクテイク行動の助長といった副作用が増大すると考えられること、ゼロ金利政策を解除しても、なお、思い切った金融緩和が続くことに変わりはないこと、を理由に、上記採決において反対した。

### ・2000年4月～9月における金融政策決定会合の日程の承認

最後に、2000年4月～9月における金融政策決定会合の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)

平成12年3月24日

日 本 銀 行

## 当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(賛成多数)。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。

以 上

(別添2)

平成12年3月24日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(平成12年4月~9月)

	会合開催	(参考) 金融経済月報公表 (議事要旨公表)
12年4月	4月10日<月>	4月12日<水> (5月22日<月>)
	4月27日<木>	— (6月15日<木>)
5月	5月17日<水>	5月19日<金> (7月3日<月>)
6月	6月12日<月>	6月14日<水> (7月21日<金>)
	6月28日<水>	— (8月16日<水>)
7月	7月17日<月>	7月19日<水> (9月20日<水>)
8月	8月11日<金>	8月15日<火> 未定
9月	9月14日<木>	9月19日<火> 未定

以 上

## 「通貨及び金融の調節に関する報告書」

### 参考計表・資料一覧

- (図表 1) 通商産業省「鉱工業指数統計」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 2) 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 3) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」
- (図表 4) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 5) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 6) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 7) 大蔵省「法人企業統計季報」
- (図表 8) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」
- (図表 9) 労働省「毎月勤労統計」
- (図表 10) 経済企画庁「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 11) 総務庁「消費者物価指数」、通商産業省「商業販売統計」、日本銀行「卸売物価指数」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、日本電気専門大型店協会（NEBA）「商品別売上高」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」
- (図表 12) 建設省「建設統計月報」
- (図表 13) 通商産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 14) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」
- (図表 15) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 16) 総務庁「消費者物価指数」
- (図表 17) 日本銀行「卸売物価指数」
- (図表 18) 国土庁「地価公示」、「都道府県地価調査」
- (図表 19) 各国政府・中央銀行、欧州委員会
- (図表 20) ダウ・ジョーンズ社、全米証券業協会
- (図表 21) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 22) 日本銀行「準備預金積立て状況等」
- (図表 23) 英国銀行協会
- (図表 24) 東京金融先物取引所「統計月報」
- (図表 25) 日本銀行

- (図表 26) 東京証券取引所「東京証券取引所日報」、日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」
- (図表 27) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」
- (図表 28) 日本銀行「国内銀行貸出約定平均金利の推移」
- (図表 29) 日本経済新聞
- (図表 30) 東京証券取引所「東京証券取引所日報」、日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」、大和総研「大和投資資料」
- (図表 31) 日本銀行
- (図表 32) 日本銀行
- (図表 33) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 34) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、日本証券業協会「証券業報」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 35) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (脚注図表) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 36) 日本銀行「マネーサプライ速報」
- (図表 37) 日本銀行「マネーサプライ速報」、経済企画庁「国民所得統計」
- (図表 38) 日本銀行「マネタリーベース速報」